

## 結構失衡對中國國有企業債務飆漲之影響

曹海濤

(閩江大學經濟與管理學院教授)

陳念東

(閩江大學新華都商學院教授)

### 摘 要

本研究分析中國大陸企業債務飆漲產生的機制。藉由一個概念性分析框架，本文討論了宏觀經濟結構、融資結構與金融體制、政企關係對中國大陸非金融企業負債累積的影響。本文強調，高儲蓄低消費的宏觀經濟結構和銀行信貸主導企業融資的金融結構，使中國大陸的儲蓄透過政府隱性擔保和國有企業軟預算約束的制度安排，以銀行信貸資金的形式不斷湧入國有企業，最終導致企業債務激增。企業債務飆漲和地方政府投資行為有密切關係，這種聯結乃源自於中國大陸分權改革引發的地方政府財稅競爭。

**關鍵詞：**中國、非金融企業債務、儲蓄、銀行信貸、國有企業

### 壹、前言

中國大陸非金融部門（即家庭、企業、政府）的債務累積自 2008 年全球金融海嘯後迅速增加，債務率——債務占國內生產總值(Gross Domestic Product, GDP)的比率——從 2008 年底的 139% 上升至 2019 底的 258.7%。這一比率遠遠超過其他新興市場國家，並快速接近已開發國家的負債水準。以負債主體來看，相對於家戶和政府部門，非金融企業部門主導了中國大陸近年的債務成長，企業債務率由 2008 年的 94%

上升至 2019 年底的 149%，2016 年第一季曾達到 162% 的峰值。<sup>1</sup> 換言之，中國大陸近年約六成的債務增量，是由非金融企業部門帶來的。當前中國大陸的企業負債水準已居世界主要經濟體之首，大大高過於針對經濟合作組織國家(OECD)企業債務率所設定之 90% 的警戒線。<sup>2</sup>

企業債務激增引發中國大陸可能發生債務危機、重大金融問題，乃至經濟成長停滯的擔憂。<sup>3</sup> 因為所有那些後來遭受債務危機、成長下滑

- 
1. Bank for International Settlements, "Credit to The Non-financial Sector," August 28, 2020, Accessed, *BIS Statistics*, <<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>>.
  2. Stephen G. Cecchetti, Madhusudan Mohanti, & Fabrizio Zampolli, "The Real Effects of Debt," *BIS Working Papers*, No. 352, September 2011, *BIS*, <<https://www.bis.org/publ/work352.pdf>>。另外，中國許多地方政府是透過地方政府投融資平臺（例如城市投資公司、土地儲備公司等）借款，本文的企業債務資料包括了地方政府投融資平臺公司的債務。
  3. Jayan U. Dhru, et al., "Credit Shift: As Global Corporate Borrows Seek \$60 Trillion, Asia-Pacific Debt Will Overtake U.S. and Europe Combined," June 15, 2014, pp. 6-8, *Finyear*, <<https://www.finyear.com/attachment/498696/>> ; McKinsey Global Institute, "Debt and (Not Much) Deleveraging," February 1, 2015, *McKinsey Global Institute*, <<https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>> ; Chong-en Bai, Chang-Tai Hsieh, & Zheng Song, "The Long Shadow of China Fiscal Expansion," November 2016, *Brookings Institute*, <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/02/baitextfall16bpea.pdf>>; Center for Strategic and International Studies, "Does China Face a Looming Debt Crisis?" September 2017, *China Power*, <<https://chinapower.csis.org/china-face-looming-debt-crisis/>> ; Panos Mourdoukoutas, "Debt, Not Trade War, Is China's Biggest Problem," *Forbes*, November 24, 2018, <<https://www.forbes.com/sites/panosmourdoukoutas/2018/11/24/debt-not-trade-war-is-chinas-biggest-problem/#7c7e89be4c4d>> ; 李偉，《中國經濟新征程：結構改革與長期增長潛力》（杭州：浙江大學出版社，2018年），頁 7-22。

的高負債經濟體在危機爆發前所呈現的特徵，中國大陸目前都已顯現。<sup>4</sup> 實證分析曾指出，43 個五年內債務率增加超過 30 個百分點的經濟體，其中 38 個後來經歷了金融危機、痛苦的調整、嚴重的經濟下滑。<sup>5</sup>

準此，探究中國大陸企業負債問題具有重要的理論和現實意義。因為企業債務影響企業營運、銀行資產品質、金融和宏觀經濟穩定，並藉由限制政府的財政政策和貨幣政策而削弱政府對經濟的宏觀調控能力。

現存文獻對中國大陸企業債務已做了大量深入的研究。無論是討論負債狀況、潛在風險、政策解決方案，還是從信貸膨脹、公司治理、行業競爭度等微觀視角進行的實證分析，對我們認知中國大陸企業債務問題都有重要啟示。同時，既有文獻雖然簡單提及政府隱性擔保 (implicit guarantee)、國有企業軟預算約束 (soft budget constraints) 等制度性因素對債務的影響，但是，中國大陸企業債務飆漲產生的機制 (mechanism) 或制度基礎 (institutional foundation)，仍有待進一步釐清。我們知道，與其他新興市場國家的企業多在國際市場借貸不同，中國大陸的企業主要是對內負債，<sup>6</sup> 而且將近七成的企業債務發生在國有企業。所以，分析中國大陸企業債務飆升的原因，主要是回答為何是國有企業負債，以及企業債務激增與政府行為、宏觀經濟結構和金融結構有何牽連。

---

4. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” *IMF Working Papers*, No. WP/16/20, October 2016, p. 2, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16203.pdf>>.

5. Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan, Luc Laeven, & Hui Tong, “Credit Booms and Macroeconomic Stability,” *Economic Policy*, Vol. 31, No. 86, March 2016, pp. 299-355.

6. Andreas Kern, “A Closer Look at Corporate Debt in Emerging Market Economies,” May 2016, *Atradius Economic Research*, <[https://group.atradius.com/documents/atradius\\_economic\\_research\\_corporate\\_debt\\_ems\\_ern060501en.pdf](https://group.atradius.com/documents/atradius_economic_research_corporate_debt_ems_ern060501en.pdf)>.

本研究的目的，就是藉由闡釋宏觀結構、制度安排與企業負債之間的聯結，發掘導致中國大陸近年企業債務飆漲的機制。本研究指出，中國大陸高儲蓄低消費的宏觀經濟結構，產生源源不絕的儲蓄，這些儲蓄最終表現為投資和經常帳餘額 (balance of current account) 不斷增加。當 2008 年全球金融海嘯使中國大陸出口大幅下滑後，投資須大幅增加以吸收持續增加之儲蓄，在政府大規模財政刺激計畫共同作用下，可貸資金數量不斷攀升。同時，中國大陸的企業融資主要依賴銀行信貸這單一管道，而金融體制的發展又滯後於經濟轉型和產業升級進程，在政府隱性擔保和企業軟預算約束的傳統制度安排下，大部分銀行信貸資金最終流入國有企業、地方政府融資平臺，以及與地方政府關係密切的房地產公司等，從而造成企業債務激增。

本文的主要貢獻在於，利用一個概念性的分析架構，將中國大陸企業債務飆漲的作用機制清晰呈現。在此框架中，我們把宏觀經濟結構失衡與企業債務問題相連結，從融資管道、金融體制和政企關係的角度解釋企業債務飆漲之深層原因。除前言外，本文其餘部分安排如下：第二部分是文獻回顧；第三部分是中國大陸企業債務現況的簡述；第四部分提出一個分析框架，解釋中國大陸企業債務飆升的原因；第五部分是有關企業債務與地方政府行為的討論；最後是結論。

## 貳、文獻回顧

有關中國大陸企業債務研究的文獻大致分為兩類，一類主要探討企業債務結構、潛在風險和應對措施；另一類文獻試圖找出中國大陸企業債務飆漲的原因。<sup>7</sup>茲分別簡述之。

---

7. 國內學者對中國大陸債務問題的研究，多是探討地方政府債務的現狀和潛在風險，如戴肇洋，〈中國大陸地方債務危機之研究〉，《台灣經濟金融月刊》，第 48 卷第 8 期，2012 年 8 月，頁 1-14；蘇子婷、官德星，〈中國地方性債務研究〉，《台灣經濟論衡》，2013 年第 5 期，2013 年 10 月，

## 一、中國大陸的企業債務結構和潛在風險

有學者認為金融海嘯後大規模信貸膨脹造成了中國大陸企業債務的飆漲。作者總結了企業債務狀況和信貸指標，指出中國大陸有爆發重大債務和金融風險的可能；因此，中國政府須制訂全面、積極的解決方案，縱使改革有損短期經濟成長；政策方案包括高層決策、債務識別和分類、認列損失和財務重組、負擔分享、企業重組、硬化預算約束等。在企業債務飆漲的原因上，他們認為是金融海嘯後政府「四萬億」人民幣財政刺激計畫引起的信貸膨脹，加上國有企業經營無效率和軟預算約束，導致企業債務迅速攀升。<sup>8</sup>還有學者討論了中國大陸非金融企業於金融危機後的債務結構和潛在問題（特別是企業償債能力），指出雖然債務成長因政府努力「去槓桿」及強化監管而有所放緩，但解決債務高懸問題還需要在企業治理、金融部門、財政體制等制度面的全面改革。<sup>9</sup>

一些文獻則分析中國大陸企業債務變化的特徵和趨勢。有學者指出，總體上中國大陸的企業在金融海嘯後沒有過度負債，但不同產業有別。過度槓桿企業主要集中在房地產業和產能過剩產業，由於政策優惠（低借款成本）和政府隱性擔保，高負債企業主要集中在這些產業中的國有企業。作者也特別強調，國有企業利用取得的廉價資金，

---

頁 49-76；黃智聰、潘俊男、張敏蕾，〈大陸地方政府債務之研究〉，2015 年 12 月 31 日，《財團法人台北外匯市場發展基金會》，〈[http://www.tpefx.com.tw/up\\_loads/download/tw/china2015.pdf](http://www.tpefx.com.tw/up_loads/download/tw/china2015.pdf)〉；吳明澤對包括地方債、企業債、居民債的總體債務問題進行了分析，請見吳明澤，〈中國大陸債務問題與風險分析〉，《展望與探索》，第 15 卷第 10 期，2017 年 10 月，頁 54-78。

8. Wojciech Maliszewski, et al., "Resolving China's Corporate Debt Problem," pp. 5-8.

9. Sarah Chan, "China's Mounting Corporate Debt: A Crisis in the Making," *Asian Survey*, Vol. 58, No. 5, September-October 2018, pp. 822-846.

參與金融仲介，增加了中央銀行貨幣政策執行的困難。<sup>10</sup>有文獻根據上市公司資料也指出，高負債主要表現在國有企業、房地產公司、建築行業等。利率波動將對這些企業造成嚴重傷害，這些企業的關聯產業如製造業、交通運輸業亦會受到波及，進而可能影響中國大陸的金融穩定。<sup>11</sup>同樣，亦有文獻根據上市公司資料指出，中國大陸企業高負債趨勢自2000年就開始，主要表現為國有房地產公司和建築公司的負債攀升。<sup>12</sup>

相關文獻也利用企業層級數據進行定量研究。例如，有學者研究了1998-2013年間的工業企業負債情形，發現樣本企業整體呈現「去槓桿」趨勢，但金融危機後大型企業、上市公司、國有企業則呈現「加槓桿」趨勢，表明資金配置偏向國有企業。<sup>13</sup>還有文獻針對中國大陸二

---

10. Wenlang Zhang, Han Gaofeng, & Brian Ng, "Corporate Leverage in China: Why Has It Increased Fast in Recent Years and Where Do the Risks Lie?" April 2015, *Hong Kong Institute for Monetary Research*, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2597451](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2597451)>.

11. Mali Chivakul & W. Raphael Lam, "Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities," *IMF Working Papers*, No. WP/15/72, March 2015, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Assessing-Chinas-Corporate-Sector-Vulnerabilities-42819#>>.

12. Ivan Roberts & Andrew Zurawski, "Changing Patterns of Corporate Leverage in China: Evidence from Listed Companies," in Ligang Song, Ross Garnaut, Cai Fang, & Lauren Johnston, eds., *China's New Sources of Economic Growth* (Australia: ANU Press, 2016), pp. 271-312。另外 馬國南(Guonan Ma)與勞瑞森(James Laurenceson)也是由產業部門角度出發，認為房地產和建築公司的負債增加和企業資本支出的變化，推動了債務變動。不過，他們的研究主要探討總體債務而不是企業債務，請見 Guonan Ma & James Laurenceson, "China's Debt Challenges: Stylized Facts, Drivers and Policy Implications," *Singapore Economic Review*, Vol. 63, No. 1, October 2017, pp. 1-23。

13. 鐘寧樺、劉志闊、何嘉鑫、蘇楚林，〈中國大陸企業債務的結構問題〉，《經濟研究》（北京），2016年第7期，2016年7月，頁102-117。

千餘家上市公司的研究顯示，企業槓桿率具有結構性特點，國際比較表明中國大陸非金融企業債務規模並不高，債務率在可控制範圍內。<sup>14</sup>

## 二、中國大陸的企業債務飆漲的原因

有文獻透過討論企業債務占 GDP 比率的動態路徑，指出中國大陸企業債務飆漲原因是資本產出比上升和企業盈利能力下降。防範發生企業債務危機的重點是提高資本使用率和企業利潤率，降低企業對債務融資的依賴。<sup>15</sup>另有文獻則認為地方政府利用其掌控的經濟權力，操作信貸資源流向國有企業，是企業債務擴張的主要原因，降低企業債務槓桿的關鍵是限制地方政府的經濟權力。<sup>16</sup>

不同於現存實證文獻用微觀資料的分析，有學者試圖在宏觀層面探討中國大陸企業債務的問題。他們的實證分析指出非金融企業債務與貨幣供給量正向變動，與經濟成長率、融資成本、直接融資比重、房地產價格、通貨膨脹率等因素負向變動。<sup>17</sup>

前述文獻重在討論企業債務變化趨勢和特徵、債務問題的嚴重性、政策解決方案等，對於中國大陸企業債務高漲的深層原因著墨不多。

- 
14. 陳衛東、熊啟躍，〈中國大陸非金融企業槓桿率的國際比較與對策建議〉，《國際金融研究》（北京），2017年第3期，2017年6月，頁3-11。
  15. 陸婷、余永定，〈中國企業債對GDP比的動態路徑〉，《世界經濟》（北京），2015年第5期，2015年10月，頁3-16；陸婷，〈中國非金融企業債：風險、走勢及對策〉，《國際經濟評論》（北京），2015年第5期，2015年10月，頁67-77。
  16. 李廷，〈經濟分權、所有制結構與企業債務擴張—基於中國省級面板資料的實證研究〉，《經濟體制改革》（成都），2017年第5期，2017年5月，頁149-154。
  17. 洪朝偉、徐朝陽，〈中國非金融企業債務：影響因素、動態特徵及處理對策〉，《經濟社會體制比較》（北京），2018年第5期，2018年10月，頁35-46。

本研究把宏觀經濟結構失衡與企業債務問題連結，嘗試由「制度結構—制度安排」的角度詮釋中國大陸企業債務飆漲之深層原因。少數文獻以同樣的角度討論了中國大陸企業債務的結構性問題，指出失衡的宏觀經濟結構、單一的融資管道對企業債務飆漲的影響。<sup>18</sup>然而，此一文獻沒有意識到金融體系的滯後發展和負債主體是國有企業，而且其中的許多企業是效率低下、長年虧損、無償債能力的「僵屍企業」(zombie firms)。大量信貸資源流入這類企業，一方面表明資金配置的無效率，另一方面可能最終演變為企業債務不斷累積，導致金融動盪。所以，這種模式是不可持續的。<sup>19</sup>正是意識到這種負債模式的潛在危險，中共中央的「供給側改革」(supply-side reform)才會把解決企業債務作為中心問題之一。另者，既有文獻沒有詳細闡述中國大陸的宏觀經濟結構與制度安排（如融資結構、政府對企業的隱性擔保、國有企業的軟預算約束等）之間的關係。因此，我們不知道天量的儲蓄資源以何種具體方式、透過何種明確管道流入實體企業，而這正是本研究分析的重點。

---

18. 徐高，《宏觀經濟學二十五講：中國視角》（北京：中國人民大學出版社，2019年），頁386-405。

19. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” pp. 3-4; Longmei Zhang, “Rebalancing in China: Analytics and Prospect,” *IMF Country Report*, No. 16/271, September 2016, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16183.pdf>>; Margit Molnar & Jiangyuan Lu, “State-Owned Firms Behind China’s Corporate Debt,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1536, February 2019, pp. 16-20, *OECD*, <[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2019\)5&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2019)5&docLanguage=En)>.



## 參、2008 年金融危機後中國大陸非金融企業債務簡述

### 一、非金融部門債務占 GDP 比重

在 2008 年全球金融危機爆發前，中國大陸的非金融債務率變化相對平穩，雖然高於新興市場國家，但遠低於發達國家（請見圖 1）。金融海嘯後，中國大陸的非金融債務迅速累積，債務率從 2008 年的 139% 上升到 2019 年的 259%，接近已開發國家 274.5% 的平均水準（2019 年第 4 季）。相對照，新興市場國家平均的總債務率僅由 2008 年的 97% 上升到 2019 年的 123%。由於債務激增，中國大陸的債務率在全球主要經濟體中，僅次於日本、法國、英國，位列第四。

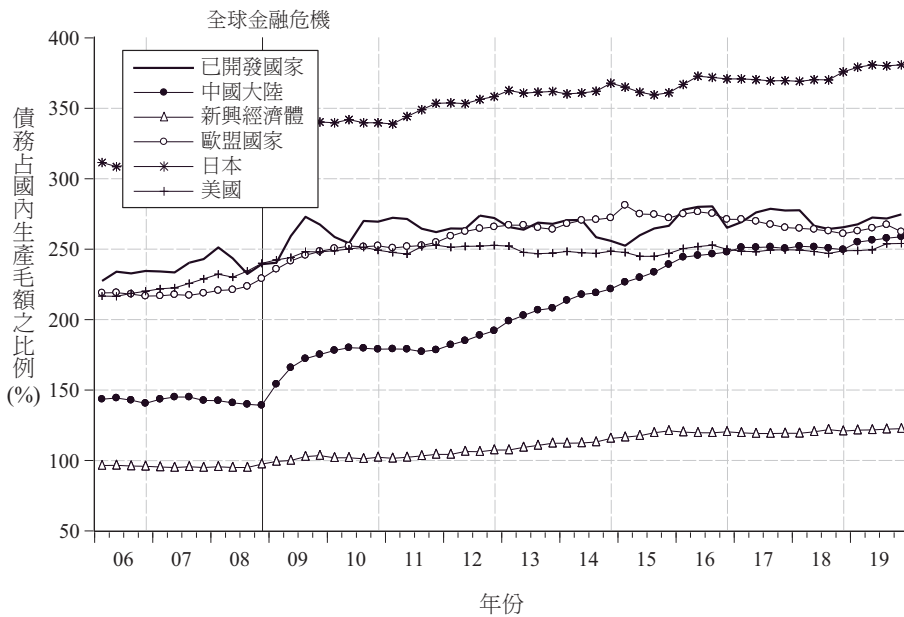


圖 1 中國大陸的非金融債務(2006-2019)

資料來源：作者計算自 Bank for International Settlements, “Credit to the Non-financial Sector”。

說明：此處的新興經濟體包括南非、土耳其、泰國、俄羅斯、馬來西亞、墨西哥、印度、巴西、印尼等國。

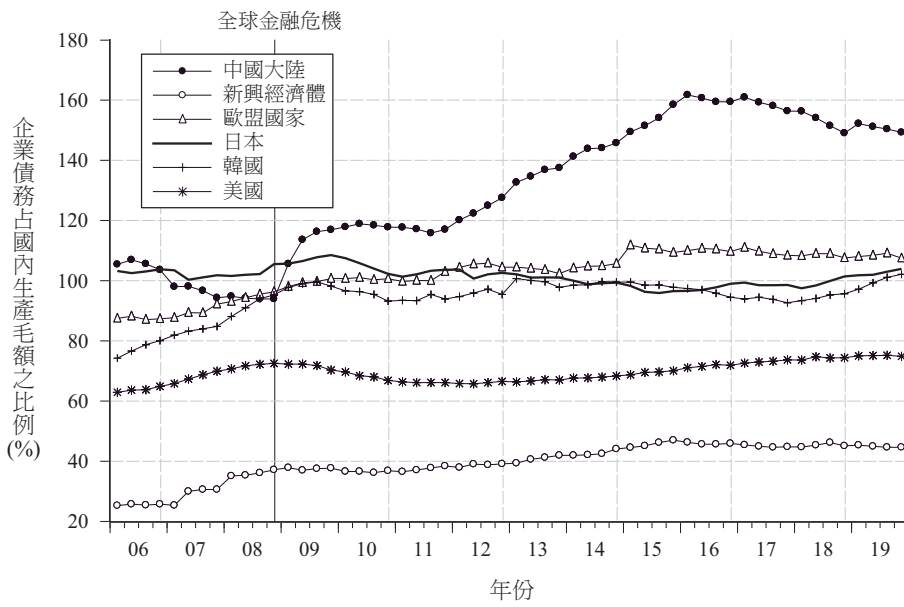


圖 2 中國大陸的非金融企業債務(2006-2019)

資料來源：作者計算自 Bank for International Settlements, “Credit to the Non-financial Sector”。

說明：此處的新興經濟體包括南非、土耳其、泰國、俄羅斯、馬來西亞、墨西哥、印度、巴西、印尼等國。

造成債務快速上揚的主要推手，是非金融企業部門的債務飆漲。圖 2 顯示，中國大陸的企業債務率由 2008 年的 94% 一路攀升至 2019 年的 150%，2016 年第一季一度達到創記錄的 162%。同一時期，其他國家和地區的企業債務率變化是：新興市場國家 37%→46%、美國 72%→71%、歐盟國家 96%→110%、韓國 95%→97%、日本 105%→96%。顯然，中國大陸企業債務的變化，不僅是增速快，且負債率高。除少許小型經濟體如香港特別行政區、盧森堡的高企業債務率外，目前中國大陸的企業債務率居全球之最。

## 二、非金融企業、政府和家戶部門債務占 GDP 之比重

我們可以從不同部門的債務變化，進一步認知企業債務主導了中國大陸近年的債務成長。圖3顯示了2006-2019年間不同部門債務率的變化。可以看出，非金融企業部門債務率增幅最高，由2006年的105%攀升到2019年的150%。同期，一般政府部門的債務率由26%增加到54%，家庭部門的債務率由11%上升至55%。雖然家庭部門債務率增速也較快，但基本上與同等收入國家的水準相似，且遠低於發達國家的家庭債務水準。所以，從規模、速度及潛在影響上，非金融企業債務左右了中國大陸近年的債務變化。

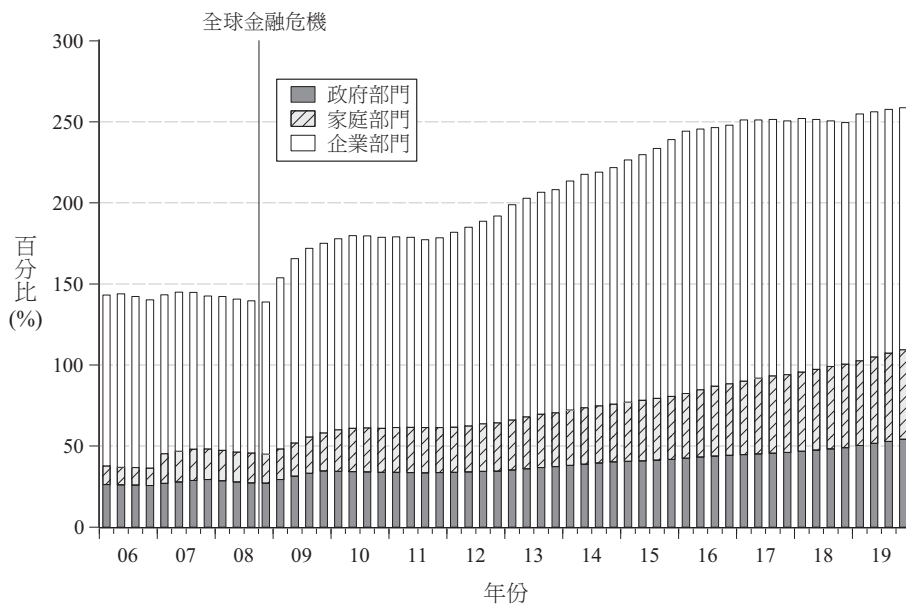


圖3 中國大陸不同部門的債務占 GDP 比重(2006-2019)

資料來源：Bank for International Settlement, “Credit to the Non-financial Sector”。

伴隨著債務攀升，中國大陸企業的收益負債比(ratio of liabilities to earnings, RLE)持續上揚，而利息覆蓋率(interest coverage ratio, ICR)不斷下滑。<sup>20</sup> 這種情形導致商業銀行不良貸款增加，資產品質惡化。<sup>21</sup>

#### 肆、宏觀經濟和融資結構、政企關係與企業債務飆漲

本節提出一個解釋中國大陸企業債務問題的分析框架（請見圖4）。在此分析框架中，本文特別強調失衡的宏觀經濟結構（高儲蓄低消費）、單一的融資結構和滯後的金融體制（國有銀行主導企業融資），以及傳統的政企關係（政府隱性擔保和軟預算約束）對企業負債累積的影響。

---

20. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” p. 3; Sarah Chan, “China’s Mounting Corporate Debt: A Crisis in the Making,” pp. 822-846.

21. James Daniel, Jose Garrido, & Marina Moretti, “Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China: Some Initial Consideration,” *Technical Notes and Manuals*, No. 16/05, April 2016, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Debt-Equity-Conversions-and-NPL-Securitization-in-China-Some-Initial-Considerations-43876>>; W. Raphael Lam & Alfred Schipke, “China’s Emerging State-Owned Enterprises (SOE) Reform Strategy,” *IMF Country Report*, No. 16/271, July 2016, pp. 32-33, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16271.pdf>>.

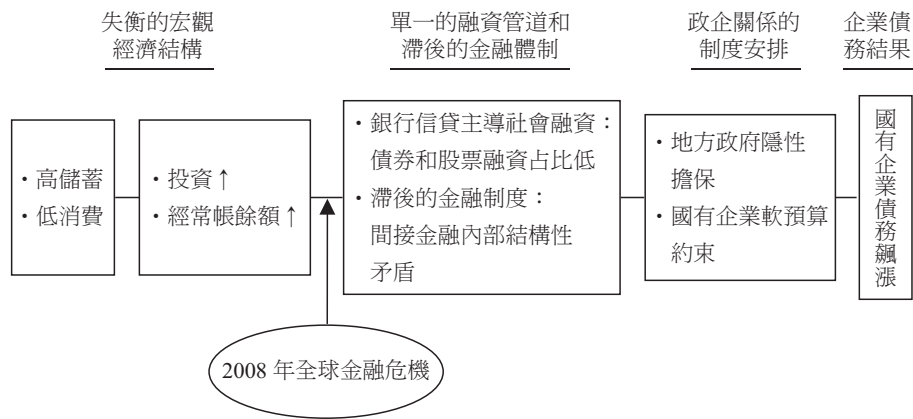


圖 4 中國大陸非金融企業債務飆漲的生成機制

資料來源：作者整理。

一、宏觀結構失衡：儲蓄過剩與消費偏低

宏觀經濟均衡是指經濟體的總需求與總供給達到均衡的狀態。中國大陸的經濟失衡屬於結構性失衡，主要因其需求結構中的高儲蓄、高投資、而消費需求相對不足。這一失衡的宏觀經濟結構，產生源源不絕的儲蓄，這些儲蓄最終表現為高投資，而儲蓄與投資之間出現的巨幅差額，對應的是對外失衡，即經常帳餘額的不斷增加。<sup>22</sup>

圖 5 刻畫了轉型期間中國大陸儲蓄的變化及其與世界平均水準的比較。可以發現，1982-2018 年間中國大陸的儲蓄率——儲蓄占國內生產毛額(GDP)之比率——平均為 42%，遠高於 23% 的世界平均儲蓄水準和

22. Franco Modigliani & Shi Larry Cao, “The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, No. 1, March 2004, pp. 145-170；黃志典，〈中國大陸金融市場改革及其對台灣金融業之影響與挑戰〉，2016 年 12 月，頁 9，《財團法人台北外匯市場發展基金會》，<<https://www.tpefx.tw/uploads/download/tw/Financial%20Market%20Reform%20in%20China.pdf>>。

15%的新興經濟體儲蓄水平。尤其是進入 21 世紀後，中國大陸的儲蓄率持續上揚，2007-2011 年間這一比率更是超過 50%。

以儲蓄的部門構成來看，家庭部門是中國大陸高儲蓄的主要推手。圖 6 顯示了 1992-2016 年間不同部門的儲蓄變動。其中，平均的家庭儲蓄率約為 21%（2006-2016 年間更高達 23.3%），比世界平均家庭儲蓄率大約高出 15 個百分點。非金融企業部門的儲蓄在 2004-2008 年間有較快增加，但近年已逐漸減低。換言之，家庭儲蓄主導了中國大陸自改革開放以來的國內儲蓄的變動。雖然導致中國大陸轉型過程中高儲蓄現象背後的原因還有待深入剖析，<sup>23</sup>但毫無疑問，儲蓄乃是犧牲

---

23. Franco Modigliani & Shi Larry Cao, "The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis," pp. 145-146; Shangjin Wei & Xiaobo Zhang, "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Shavings Rates in China," *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 5, June 2011, pp. 511-564; Guonan Ma & Dennis T. Yang, "China's High Saving Puzzle," in Shenggen Fan, R. Kanbur, Shangjin Wei, & Xiaobo Zhang, eds., *The Oxford Companion to the Economics of China* (Oxford: Oxford University Press, 2014), pp. 190-193; Longmei Zhang, Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He, Jing Lu, & Rui Mano, "China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies," *IMF Working Paper*, No. WP/18/277, December 2018, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/12/11/Chinas-High-Savings-Divers-Prospects-and-Policies-46437>>; Marcos D. Chamon & Eswar S. Prasad, "Why are Saving Rates of Urban Household in China Rising?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 1, January 2010, pp. 90-130; Taha Choukhmane, Nicolas Coeurdacier, & Keyu Jin, "The One-Child Policy and Household Savings," September 2014, *Yale University*, <[https://economics.yale.edu/sites/default/files/tahama-clunch100214\\_2.pdf](https://economics.yale.edu/sites/default/files/tahama-clunch100214_2.pdf)>; Chadwick C. Curtis, Steven Lugauer, & Nelson C. Mark, "Demographic Patterns and Household Saving in China," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7, No. 2, April 2015, pp. 58-94.

當前消費，持續高儲蓄代表消費的長期抑制。

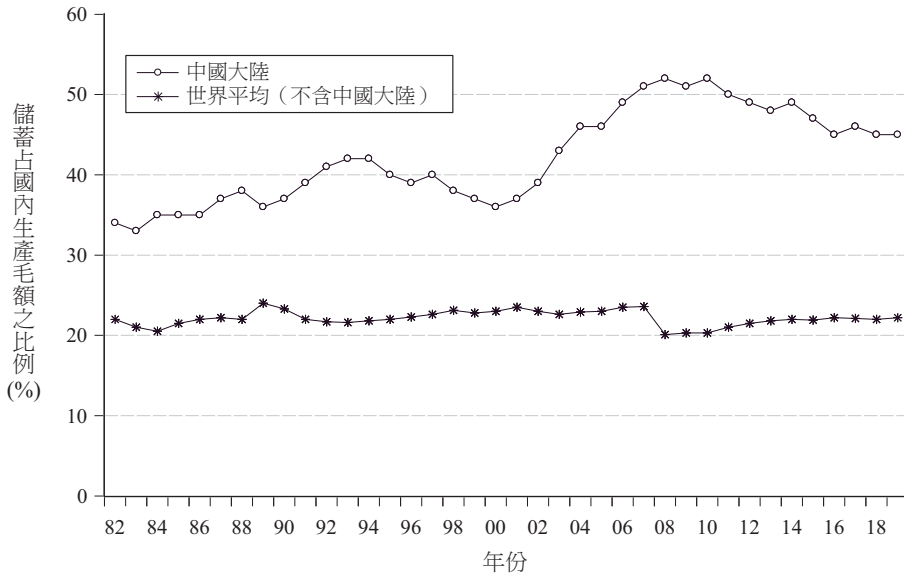


圖 5 中國大陸的儲蓄占 GDP 的比重(1982-2019)

資料來源：作者計算自中華人民共和國國家統計局，《中國統計年鑑(2019)》，2021年3月29日（檢索），《國家統計局》，<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>；World Bank, “World Development Indicators,” August 29, 2020, Accessed, *World Bank*, <<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.ADJ.NNTY.KD&country=#>>；International Monetary Fund, “World Economic Outlook Database,” September 28, 2019, Accessed, *IMF*, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>>。

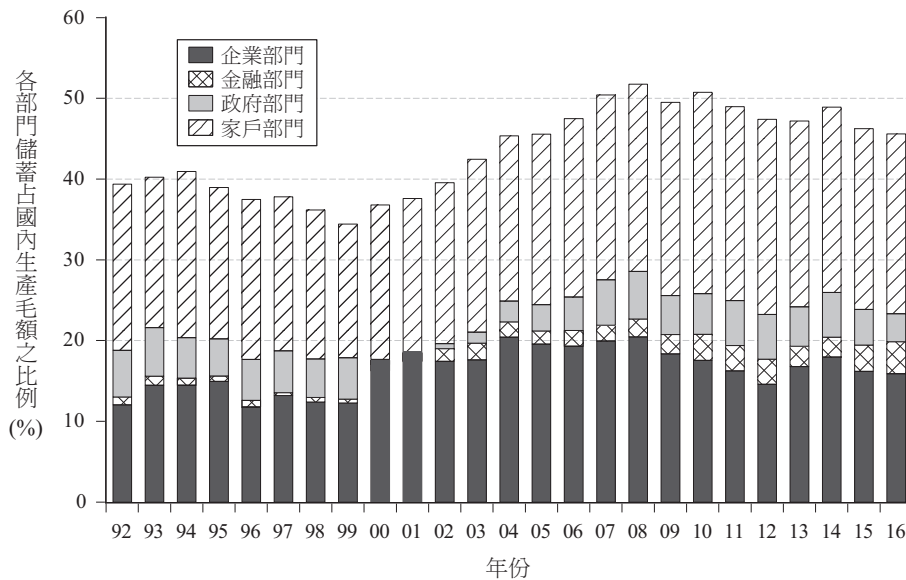


圖 6 中國大陸儲蓄的部門構成(1992-2016)

資料來源：作者計算自中華人民共和國國家統計局，《中國統計年鑑(2019)》；World Bank, “World Development Indicators”；International Monetary Fund, “World Economic Outlook Database”。

圖 7 描述了家庭消費占 GDP 比重的國際比較。顯而易見，中國大陸的家庭消費占 GDP 的比重，不但遠低於世界平均水準，也小於中低所得國家。實際上，1982-2018 年間中國大陸平均家庭消費 / GDP 比率為 44%，遠低於約 60% 的世界平均值。而且，隨著時間的推移，與其他不同所得國家相比，中國大陸家庭消費偏低的問題不但沒有改善，甚至持續惡化。譬如，2000 年後，中國大陸的家庭消費率持續下降，最低降至 2010 年的 35.6%。2001-2018 年間的平均值為僅 38.9%，與同時期的經濟持續成長呈現顯明對照。現今，中國大陸現早已成為中等偏上收入國家，距離世界銀行(World Bank)設定的 12,535 美元的高收入國家門檻僅咫尺之遙，可偏低的家庭消費狀況沒有相應的改



變。<sup>24</sup> 當然，家庭消費占 GDP 的比重低不代表中國大陸民眾消費能力的羸弱，而是相對於經濟成長，消費的成長增加緩慢。

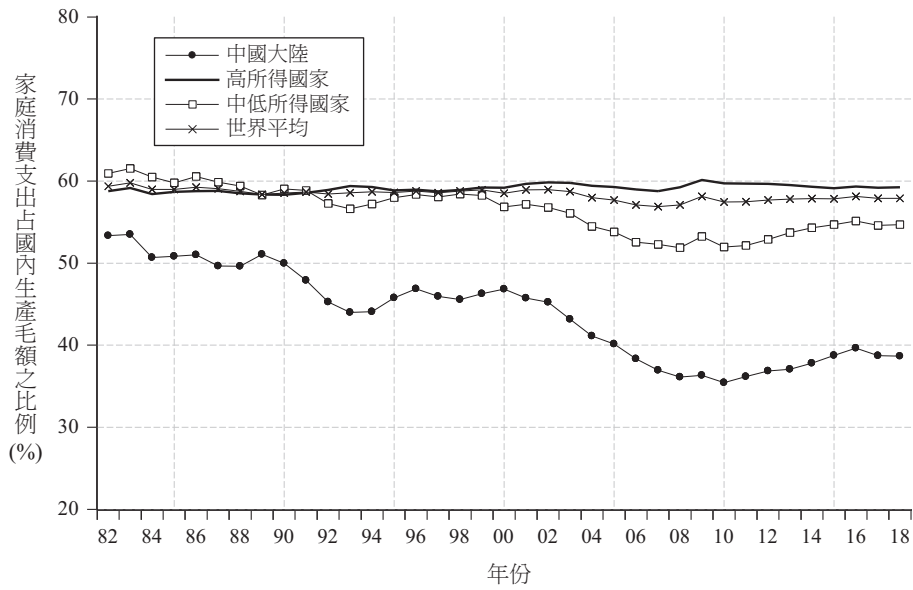


圖 7 中國大陸的家庭消費占 GDP 的比重(1982-2018)

資料來源：作者計算自 World Development Indicators, “Households and NPISHs final consumption expenditure (%GDP),” August 29, 2020, Accessed, World Bank, <<https://api.worldbank.org/v2/en/indicator/NE.CON.PRVT.ZS?downloadformat=excel>>。

這種高儲蓄低消費的宏觀經濟結構產生源源不絕的儲蓄。儲蓄轉化的管道有二：投資和淨出口。當 2008 年全球金融海嘯使中國大陸出口大幅下滑後，投資須大幅增加才能吸收過剩儲蓄。加上政府為應對

<sup>24</sup> World Bank, “New World Bank Country Classifications by Income Level: 2020-2021,” July 1, 2020, World Bank, <<https://blogs.worldbank.org/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2020-2021>>.

經濟下滑而推出的「四萬億」人民幣（以 2008 年匯率約為 5,860 億美元）的大規模財政刺激計畫，導致可貸資金量劇增。

首先，高儲蓄帶來的是投資不斷增加和過剩儲蓄。圖 8 描述了 1997-2018 年間國內儲蓄、國內投資與過剩儲蓄的變化。其中，過剩儲蓄為國內儲蓄與國內投資之差。隨著國內儲蓄持續增加，過剩儲蓄亦不斷升高，2006-2008 年間接近 GDP 的 8%。在資本帳未開放的情況下，中國大陸的過剩儲蓄主要表現為淨出口的不斷增加，即經常帳餘額的持久擴張。圖 9 刻畫了過剩儲蓄與經常帳餘額的變化。明顯地，不斷湧現的過剩儲蓄，帶動淨出口的不斷增加，2007 年淨出口占 GDP 比重一度高達 10%。

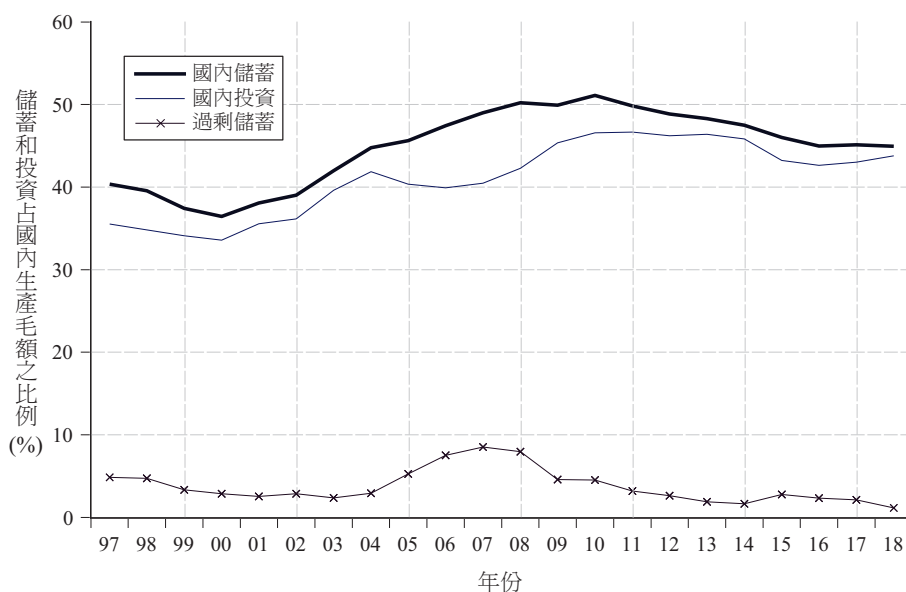


圖 8 中國大陸的儲蓄、投資、過剩儲蓄(1997-2018)

資料來源：作者計算自 World Development Indicators, “API\_CHN\_DS2\_en\_excel\_v2\_1217958,” August 29, 2020, Accessed, World Bank, <<https://data.worldbank.org/country/china?view=chart>>。

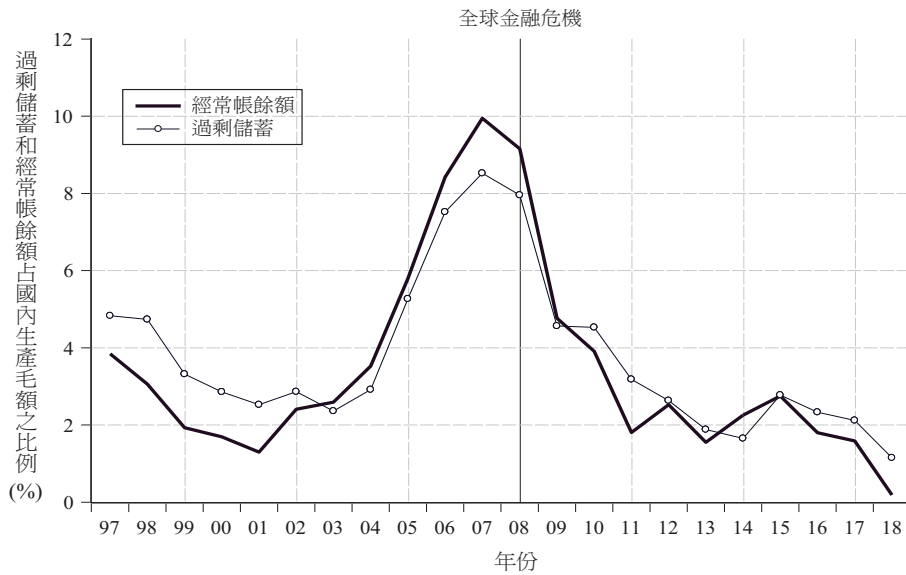


圖 9 中國大陸的過剩儲蓄與經常帳餘額(1997-2018)

資料來源：作者計算自 World Development Indicators, “API\_CHN\_DS2\_en\_excel\_v2\_1217958”。

## 二、單一的融資結構和滯後的金融體制

中國大陸金融體系的主要特徵，就是龐大的國有銀行主導了金融市場，以及國有銀行在資金配置上缺乏效率。<sup>25</sup>在此體系內，企業融資管道單一，主要依靠銀行信貸。亦即，債權型融資主導了社會融資。

25. Franklin Allen, Jun Qian, & Meijun Qian, “China’s Financial System: Past, Present, and Future,” in Loren Brandt & Thomas G. Rawski, eds., *China’s Great Economic Transformation* (Cambridge: Cambridge University Press, 2008), pp. 506-568; Yiping Huang & Tingting Ge, “Assessing China’s Financial Reform: Changing Roles of the Repressive Financial Policies,” *Cato Journal*, Vol. 39, No. 1, December 2019, pp. 65-85.

通常，社會融資規模(aggregate social financing)度量了除政府之外的經濟實體從不同管道獲得來自金融體系的融資支持。中國人民銀行自2002年起開始公布中國大陸的社會融資規模資料。圖10列舉出2002-2018年間中國大陸的社會融資結構。顯而易見，銀行信貸（包括普通貸款、委託貸款和信託貸款）占社會融資規模的比率極高，平均達八成以上。債券融資和股權融資的相應比例極低，兩者加總的占比不超過社會融資規模的15%。實際上，2002-2020年間，債券融資和股權融資比率分別為6%和4%。<sup>26</sup>這正反映了中國大陸的現實狀況，由國有銀行主導的債權型融資是社會融資的主要來源。在此融資結構下，儲蓄向投資的轉化必然形成越來越多的債務。

---

26.除了這三種主要融資管道外，中國大陸社會融資的其他方式還包括小額貸款公司貸款、貸款公司貸款、產業基金投資，以及近年興起的網路平臺貸款P2P (peer to peer) 借貸等。請見鄭漢亮，〈中國大陸社會融資規模組成結構變化分析—兼論P2P網貸之發展〉，《國際金融參考資料》，第69輯，2016年12月，頁110-121。

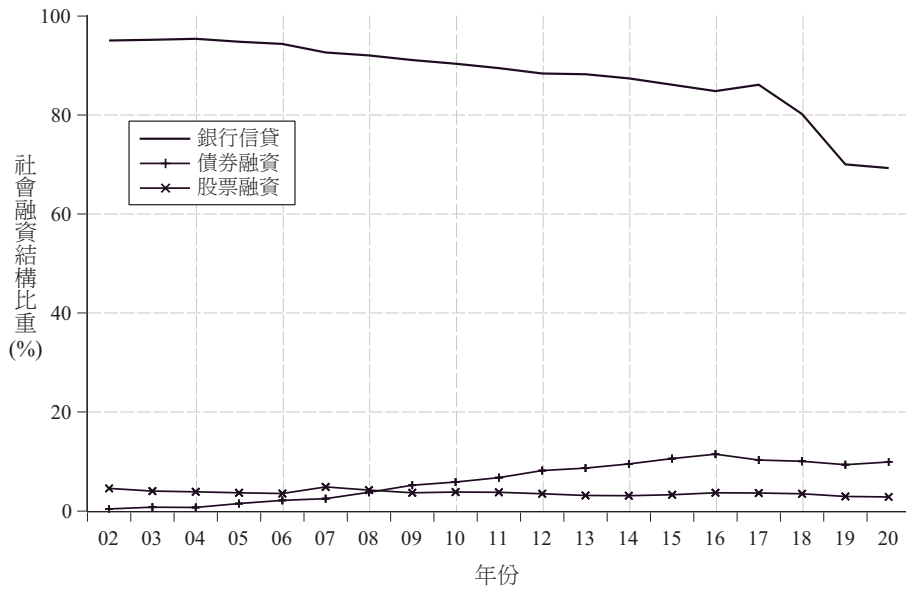


圖 10 中國大陸的融資結構(2002-2020)

資料來源：作者計算自中國人民銀行，〈社會融資規模存量統計數據報告〉，2020年8月29日（檢索），《中國人民銀行》，<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4070296/index.html>>。

說明：2020年之資料為當年七月存量數據。

圖 10 凸顯的是中國大陸金融體系的最主要結構性矛盾：直接金融與間接金融之間的結構矛盾。此外，在銀行主導資金配置的間接金融內部，亦存在結構性矛盾。這種矛盾表現為民營中小企業與國有大銀行支配信貸配置之間的矛盾和產業轉型升級與金融服務之間的矛盾。<sup>27</sup>其中呈現的主要問題，就是民營中小企業與國有企業在貸款獲得上的

27.林毅夫、付才輝、任曉猛，〈金融創新如何推動高品質發展—新結構經濟學的視角〉，2019年9月27日，《北京大學新結構經濟學研究院》，<<https://www.nse.pku.edu.cn/sylm/xwsd/497620.htm>>。

顯著差別。

首先，國有大銀行為防止企業交易風險，貸款契約會嚴格要求抵押品和違約清算，而中小企業數量多且分散，缺乏固定資產和抵押品。所以，大銀行更樂意服務大企業。因為同樣一筆交易，對銀行來說大企業的交易成本(transaction costs)更低。相對照，中小銀行在中小企業的資訊甄別上具有比較優勢；在中小企業數量眾多的中國大陸，發展中小銀行更有利於產業發展。<sup>28</sup>但由於政策管制，中國大陸中小銀行、特別是民營中小銀行的發展受到嚴重限制。以商業銀行對小微企業貸款占其全部貸款的比例來看，大型國有商業銀行的占比僅為14.27%，明顯低於股份制商業銀行和城市商業銀行。<sup>29</sup>

其次，2008年全球金融危機後，中國大陸的經濟發展逐漸由過去的「要素驅動型」轉向「創新驅動型」的新階段。在政府高度管制資本市場和債券市場的情況下，中小企業難以憑股權和債券融資。處於轉型升級過程中的勞動密集型中小企業和新經濟發展階段科技型中小企業，在現行金融體系內卻難以獲得有效的資金支持。一方面，轉型升級中的勞動密集型中小企業融資需求特徵，已經由傳統的「短期、少量、頻繁、急切」轉變為現今的「長期、大量、穩定、綜合」；這是因為轉型升級要求企業進行大量的固定資產投資、品牌和研發投資、強化與國外市場連結等，故而需要大量穩定長期的綜合性投資。<sup>30</sup>

---

28. Justin Y. Lin, Xifang Sun, & Ye Jiang, "Toward a Theory of Optimal Financial Structure," September 2009, pp. 16-20, *World Bank*, <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4232/WPS5038.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>; 劉暢、劉沖、馬光榮，〈中小金融機構與中小企業貸款〉，《經濟研究》（北京），2017年第8期，2017年8月，頁65-77。

29. 黃志典，〈中國大陸金融市場改革及其對台灣金融業之影響與挑戰〉，頁74-75。

30. 黃陽華、羅仲偉，〈中國大陸勞動密集型中小企業轉型升級融資支援研究〉，《經濟管理》（北京），第36卷第11期，2014年11月，頁1-13。

另一方面，新經濟型態下的許多技術型中小企業屬於輕資產、人力資本密集型企業，缺乏土地或固定資產等抵押物。這一特點與傳統商銀的嚴格要求抵押品、不容許出錯的穩健保守政策衝突。

民營中小企業難以得到有效融資支持，可以從下面一組資料看出端倪。2017年，占全部企業數量90%的民營中小企業，貢獻了全中國大陸50%的稅收、60%的GDP、70%的專利、80%的就業，然而其貸款額占金融機構各項貸款總額不足四成，其中小企業占比僅為25%。<sup>31</sup>效率高的民營中小企業無法獲得貸款，只能轉求其他高成本的融資管道。<sup>32</sup>廣東省佛山市的境況是典型案例。佛山是中國大陸最具效率、最市場化、民營中小企業最多的城市，平均每20人就有一家民營企業。在2013年全球最有活力城市排名中，佛山位列13。但是，佛山市的貸款占其GDP之比例只有85%，遠低於全大陸平均121%的水準。<sup>33</sup>

### 三、地方政府和國有企業的關係

中國大陸的地方政府與國有企業的關係是隨著改革開放進程而調整的。在1978-1993年間，改革的主軸是「放權讓利」。地方政府擁有了地方國企的實質產權，國有企業的保留盈餘成為地方政府重要收入來源。1994年實施的「分稅制」改革及後續的金融改革，阻斷了地方政府與國企的直接連結。1990年代中後期「抓大放小」的民營化、市場化改革，使國企逐漸擺脫了虧損局面。2001年底中國大陸加入世界貿易組織(WTO)後，國企也隨著社會經濟快速發展而進入全面盈利的

31. 林毅夫、付才輝、任曉猛，〈金融創新如何推動高品質發展—新結構經濟學的視角〉。

32. Ross Garnaut, Ligang Song, Yang Yao, & Xiaolu Wang, *The Emerging Private Enterprise in China* (Canberra: The National University of Australia Press, 2001), pp. 12-27.

33. 張燕生、肖耿、羅祥國、多米尼克·米格爾，《中國未來：佛山模式》（北京：中信出版社，2017年），頁64-92。

階段，直到 2008 年全球金融海嘯爆發。嗣後，中央忙於應對金融危機的衝擊，以及處理因過度刺激造成的各種宏觀經濟問題。如果說金融海嘯前中國大陸改革與發展是一種轉型(transition)的話，之後的中國大陸進入了調整(adaptation)階段。<sup>34</sup> 而調整階段的國企改革，被認為是一種停滯甚至倒退。<sup>35</sup> 在此階段，國有商業銀行支配了企業融資，透過「政府－銀行」和「政府－企業」之間的制度安排，<sup>36</sup> 銀行信貸資金大部分流入國有企業、地方政府融資平臺、和與地方政府有密切關係的房地產公司等，造成企業債務激增。這種政企關係主要表現在以下幾方面。

#### (一) 政府對企業的隱性擔保

許多地方政府為了使本地國有企業獲得更多信貸資金支援，在許多方面予以支援。包括，透過政府干預刻意提高企業的信用評級。例如，超過 90% 中國大陸國內企業債券獲得 AA 到 AAA 的評級。國際上能取得這種信用評級的通常是那些違約風險極低的優秀企業。在美國，只有不到 2% 的企業才能獲得這樣的頂級信用評級。與國際評級相比，中國大陸的地方評級機構給予企業的評量明顯高估了。事實上，

---

34. Barry Naughton, *The Chinese Economy: Adaptation and Growth* (London: MIT Press, 2018), pp. 453-478.

35. Nicholas R. Lardy, "Private Sector Development," in Ross Garnaut, Ligang Song, & Fang Cai, eds., *China's 40 Year of Reform and Development: 1978-2018* (Canberra: The Australian National University Press, 2018), pp. 329-344; Barry Naughton, "State Enterprise Reform Today," in Ross Garnaut, Ligang Song, & Fang Cai, eds., *China's 40 Year of Reform and Development: 1978-2018* (Canberra: The Australian National University Press, 2018), pp. 375-391.

36. 制度安排 (institutional arrangement) 或制度 (institution)，是指一組規範人們行動和相互關係的規則。制度安排包括正式的（法庭、學校、人民公社等）和非正式的（習俗、道德規範等）。



中國大陸地方評級的 AAA 只相當於國際評級的 AA-至 A-，AA 只相當於國際評級的 BB+至 B+。<sup>37</sup>

另者，地方政府把國有土地或地方公用事業注入國有企業以提高企業的資產實力，企業再利用這些資產向銀行抵押獲得更多貸款。這種企業以地方投融資平臺公司為主，其負債率近年也不斷增加。例如，地方投融資平臺債務率由 2014 年的 20% 增加到 2016 年的 28%。<sup>38</sup>

## (二) 政府對銀行的干預和國有企業的軟預算約束

地方政府（官員）對銀行的干預主要表現為對地方銀行——城市商業銀行的干預。各種形式的干預使地方國企獲得更多的中長期貸款，且銀行信貸多流向產能過剩產業如房地產業、建築業等；而這種貸款呈現高貸款集中度、關聯貸款和不良貸款率的特徵。<sup>39</sup>政府的融資優惠政策和隱性擔保平均提高了國有企業 2-3 個等級的信用評級，以及降低 0.5 個百分點的借貸成本。<sup>40</sup>

同時，出於政治穩定的考慮，中央或地方政府不僅支援國有企業，而且支援有策略性或社會性意義的重要大型民營企業。<sup>41</sup>即使這些企業長期虧損、效率低下，仍能不斷獲得信貸資源。例如許多資不抵債缺乏競爭力的「僵屍企業」的長期存在，就是依賴國有銀行的不斷輸血而存續；而大量「僵屍企業」的存續，正是國有企業債務率不斷攀升重要原因。<sup>42</sup>表 1 總結了近年中國大陸國有企業獲得的相關資源支

37. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” p. 15.

38. Sally Chen & Joong Shik Kang, “Credit Booms—Is China Different?” *IMF Working Paper*, No. WP/18/2, January 2018, p. 19, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>>.

39. 錢先航、曹廷求、李維安，〈晉升壓力、官員任期與城市商業銀行的貸款行為〉，《經濟研究》（北京），2011 年第 12 期，2011 年 12 月，頁 72-85；Sally Chen & Joong Shik Kang, “Credit Booms—Is China Different?”。

40. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” p. 7.

41. Wojciech Maliszewski, et al., “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” p. 8.

持。這些相關的支持包括國有土地的無償劃撥或地租減免、能源自然資源的無償劃撥、貸款利率補貼、財政和訂價的支持等等。

表 1 政府對國有企業的隱性支援占 GDP 比重(2001-2015)

年份	土地和租金	自然資源	信貸資金	財政和價格支持
2001-2006	2.7	0.4	0.9	0.15
2007-2009	1.45	0.42	1.1	0.3
2010-2015	1.1	0.25	1.2	0.45

資料來源：天則經濟研究所，《國有企業的性質、表現與改革（第二版）》，2016年3月5日，《天則經濟研究所》，<<http://www.unirule.org.cn>>。

#### 四、國有企業債務飆漲

2008年第四季全球金融危機暴發後，中共中央旋即推出「四萬億」人民幣的財政刺激計畫。「四萬億」計畫中的大部分資金（約2.82萬億）須由地方籌措。為便利地方政府投資，中央放鬆了對地方政府融資和借貸的約束。不到一年時間，各類地方政府投資平臺由之前的不足千家暴增到2009年的8,221家，平均每一個縣至少兩家。<sup>43</sup>中央對融資和債務管制放鬆的一個主要結果，就是企業信貸膨脹。隨著信貸飆漲，地方債務亦同步暴增。地方政府債務率（即債務／GDP）由2008年的10%快速增加為2009年的17.2%。<sup>44</sup>信貸膨脹和債務飆升帶

42. W. Rphael Lam, Alfred Schipke, Yuyan Tan, & Zhibo Tan, “Resolving China’s Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity,” *IMF Working Paper*, No. WP/17/266, November 2017, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/11/27/Resolving-China-Zombies-Tackling-Debt-and-Raising-Productivity-45432>>.

43. 葉健國、談佳隆、王紅茹、劉永剛、周健，〈地方政府被指融資鏈面臨斷裂、負債超過五萬億〉，《中國經濟週刊》（北京），2010年第8期，2010年3月，頁8-13。

來了固定資產投資大幅增加，而其中的很大一部分是基礎設施投資和房地產投資。2001-2018 年間，固定資產投資平均年增率為 20.4%，房地產投資則為 21.7%。<sup>45</sup> 地方政府的相關投資都是透過預算外借款融資的方式完成。其中，以地方投資平臺向銀行的借貸為最大宗。至 2014 年，地方投資平臺的商業銀行借貸占地方政府債務比例高達 54%。<sup>46</sup>

正如前文的分析指出，高儲蓄低消費的失衡宏觀經濟結構、國有銀行主導企業融資的單一融資結構和滯後的金融體制，以及政府隱性擔保和軟預算約束支配的政企關係，導引大部分銀行信貸資金流入國有企業和地方政府投資平臺，造成中國大陸非金融企業債務飆漲。

表 2 羅列了國有企業債務占非金融企業債務的比率。明顯地，企業債務的負債主體來自國有企業。為防範企業債務危機和潛在的金融風險，2015 年中共中央實行「供給側改革」，強調「三去一降一補」（即去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板）。爾後，國有企業債務率明顯下降，但仍然占到全部非金融企業債務的六成以上。

---

44. Bank for International Settlements, “Credit to the Non-financial Sector.”

45. 中華人民共和國國家統計局，《中國統計年鑒 2019》。

46. Philippe Wingender, “Intergovernmental Fiscal Reform in China,” *IMF Working Paper*, No. WP/18/88, April 13, 2018, *IMF* <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/13/Intergovernmental-Fiscal-Reform-in-China-45743>>.

表 2 非金融企業債務與國有企業債務(2006-2018)

年份	非金融企業債務占 GDP 之比重(%)	國有企業債務占 GDP 之比重(%)	國有企業債務占非金融 企業債務之比重(%)
2006	109.5	79	72
2007	101.8	80	79
2008	98.5	83	84
2009	109.7	91	83
2010	122.3	98	80
2011	122	100	82
2012	124.5	106	85
2013	137.4	115	84
2014	146.3	105	72
2015	155.6	90	58
2016	162.6	97	60
2017	162.4	100	62
2018	158.3	106	67

資料來源：作者計算自 Bank for International Settlements, “Credit to the Non-financial Sector”；Margit Molnar, “Boosting Firm Dynamism and Performance in China,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1408, September 28, 2019, Accessed, *OECD*, <<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/92d58508-en.pdf?expires=1580638508&id=id&accname=guest&checksum=F44AC79EA6C49E10E84A53399F73123F>>。

說明：非金融企業債務部分為每年第一季資料。

圖 11 及圖 12 從另一個角度考察了信貸資金流入國有企業、國有企業債務率不斷飆漲的情況。圖 11 顯示，2003-2006 年間國有企業和民營企業的槓桿率均呈現增加的趨勢；之後，民營企業的槓桿率明顯下降，國有企業的槓桿率則依然持續增加，這種趨勢直到「供給側改革」才得以扭轉。對照前面圖 8 與圖 9 儲蓄和過剩儲蓄的變化，即使給定信貸資金流入全部民營部門的比例已高於國有企業，<sup>47</sup>但是由於國有企業持續下滑的資產報酬率 (return on assets) (民營企業的資產報酬率比國有企業高出三倍)，不斷流入的銀行信貸金只會造成國有企業

47. Nicholas R. Lardy, *Markets Over Mao: The Rise of Private Business in China* (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2014), pp. 5-31.

槓桿率(aggregate corporate leverage)——所有者權益負債 (the ratio of total liabilities to owners' equity)——的不斷增加。<sup>48</sup> 例如，國有企業槓桿率由 2003 年的 122% 攀升至 2014 年的 177%。「供給側改革」後國企槓桿率有所下降，但到 2019 年時仍高達 153%。相較之下，民營企業將高收益產生的利潤持續用於再投資，從而使槓桿率不斷下降，其槓桿率由 2003 年的 142% 降至 2011 年的 87%，之後有所上升，2019 年時為 109%，但仍遠低於國有企業。<sup>49</sup> 另一方面，圖 12 顯示國有企業債務率（債務／GDP）持續增加的情況。國企債務率由 2006 年的 79.5% 一路攀升至 2017 年的 141%。相較於其他類型企業，國企的債務率呈現持續而迅速的增加態勢，從而帶動整體非金融企業債務率的不斷上揚，使非金融企業債務率由 2006 年的 109.5% 最高增加至 2016 年的 162.6%（2018 年稍降為 158.3%）。

---

48. W. Raphael Lam & Alfred Schipke, "China's Emerging State-Owned Enterprises (SOE) Reform Strategy," p. 38; Margit Molnar & Jiangyuan Lu, "State-Owned Firms Behind China's Corporate Debt," pp. 16-17.

49. Nicholas R. Lardy, "The Changing Role of the Private Sector in China," March 2016, pp. 43-44, *Reserve Bank of Australia*, <<https://www.rba.gov.au/publications/confs/2016/pdf/rba-conference-volume-2016-lardy.pdf>>.

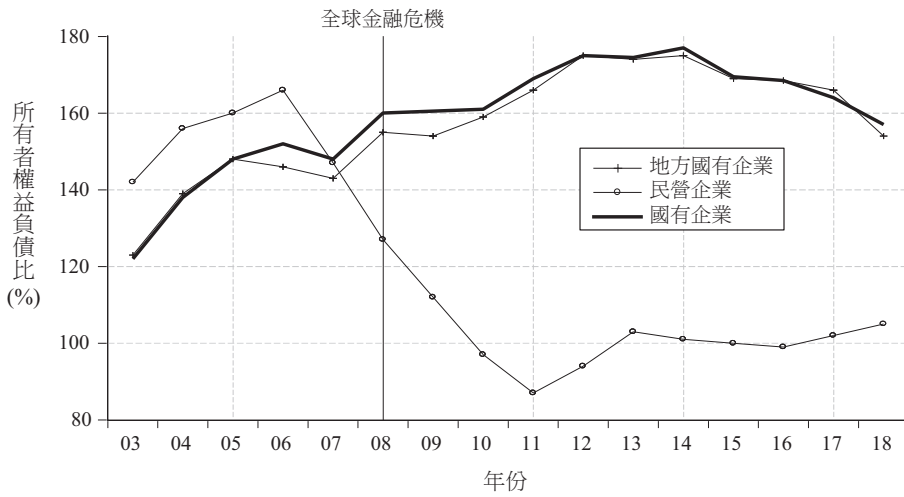


圖 11 國有企業槓桿率(2003-2018)

資料來源：W. Raphael Lam & Alfred Schipke, “China’s Emerging State-Owned Enterprises (SOE) Reform Strategy,” p. 38；Margit Molnar & Jiangyuan Lu, “State-Owned Firms Behind China’s Corporate Debt,” pp. 16-17。

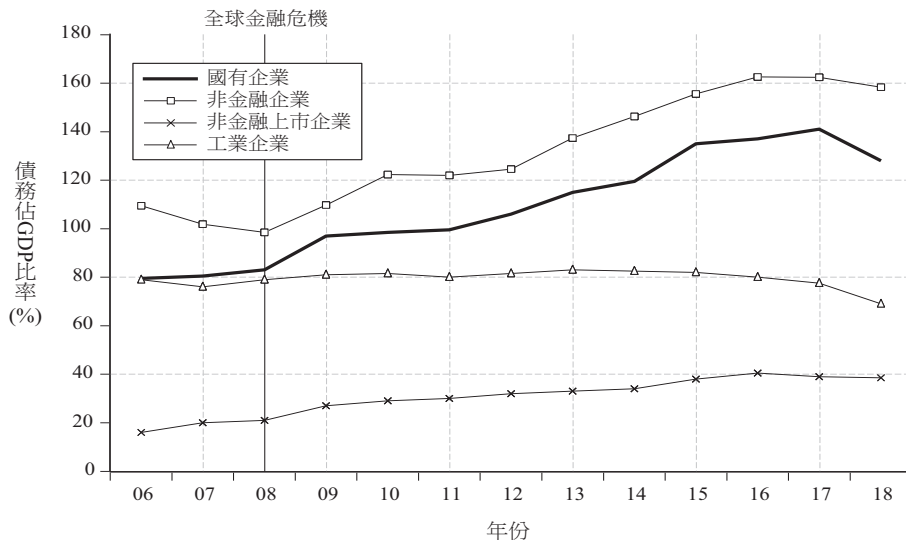


圖 12 國有企業債務率(2003-2018)

資料來源：W. Raphael Lam & Alfred Schipke, “China’s Emerging State-Owned Enterprises (SOE) Reform Strategy,” p. 38；Margit Molnar & Jianguyan Lu, “State-Owned Firms Behind China’s Corporate Debt,” pp. 16-17。

說明：企業債務率是債務對GDP比率(ratio-to-GDP)，圖 12 國企債務率與表 2 有所差異是因為對國有企業的定義和分類不同所致。

總之，中國大陸國有企業高負債及其占用的大量信貸資源，與其對國民經濟貢獻的持續下降形成鮮明對比——國有企業的產出、就業和出口份額，由上世紀九零年代後期的 40%，下降到近年的 15-20%。<sup>50</sup> 如果說國有企業推動產業經濟發展是一種發展模式的話（我們不時聽到宣揚「共和國長子」、「戰略制高點」等強調維持大量國企營運的論述），那麼這種發展模式在當下顯然產生問題。

50. Nicholas R. Lardy, “The Changing Role of the Private Sector in China,” p. 46.

## 伍、企業債務飆漲與地方政府行為動機

由本文的分析可知，近年中國大陸非金融企業債務不斷攀升與地方政府行為有密不可分的關係。高負債企業和高債務風險企業往往集中於產能過剩產業，這些產業通常也是地方政府過度投資的產業。

地方政府行為一直是中國大陸轉型研究學術探討的焦點之一。主流論點認為，是政治動機（根據 GDP 指標進行的升遷競爭）促使地方政府（官員）積極籌措資金、投資產業、發展地方經濟。<sup>51</sup> 根據這一理論，企業債務飆升就與官員為升遷競爭，在扭曲的體制下積極發展工業企業而產生的產能過剩有密切關係。<sup>52</sup>

雖然政治動機理論產生很大的影響，並對我們洞悉中國大陸經濟改革與發展過程中的重大現象有重要啟發，然而就轉型過程的實際經

---

51. 周黎安，〈晉升博弈中政府官員的激勵與合作〉，《經濟研究》（北京），2004年第6期，2004年6月，頁33-40；周黎安，〈中國地方官員的晉升錦標賽模式研究〉，《經濟研究》（北京），2007年第7期，2007年7月，頁36-50；Hongbin Li & Li-An Zhou, "Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China," *Journal of Public Economics*, Vol. 89, No. 9-10, September 2005, pp. 1743-1762.

52. 王立國、鞠蕾，〈地方政府干預企業過度投資與產能過剩：26個行業樣本〉，《改革》（重慶），2012年第12期，2012年12月，頁52-62；江飛濤、耿強、呂大國、李曉萍，〈地區競爭、體制扭曲與產能過剩的形成機制〉，《中國工業經濟》（北京），2012年第6期，2012年6月，頁1-24；王文甫、明娟、岳超雲，〈企業規模、地方政府干預與產能過剩〉，《管理世界》（北京），2014年第10期，2014年10月，頁7-36；程仲鳴、夏新平、余明桂，〈政府干預、金字塔結構與地方國有上市公司投資〉，《管理世界》（北京），2008年第9期，2008年9月，頁37-47；唐雪松、周曉蘇、馬如靜，〈地方政府干預、GDP增長與地方國有企業過度投資〉，《金融研究》（北京），2010年第8期，2010年8月，頁32-48；楊其靜、吳海軍，〈產能過剩、中央管制與地方政府反應〉，《世界經濟》（北京），2016年第11期，2016年11月，頁126-146。



驗而言，財政誘因或稅收動機，可能在中國大陸地方政府行為的解釋上更具一般性。<sup>53</sup>

首先，就投資產業而言，主流政治動機觀點無法清晰說明，為何同一地方政府在不同時期或不同政策環境下，投資的主要產業有所不同。例如，為什麼地方政府在分稅制(tax-sharing system)改革前熱衷於投資下游加工製造業，如家用電器、煙、酒等。而進入 21 世紀後則青睞中上游的鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃等產業。

根據財政誘因理論，分稅制改革前地方政府投資於加工製造業而不投資其他產業，是因為在當時的稅制環境下，電視機、冰箱、洗衣機、香菸、啤酒等商品的「產品稅」(product tax)稅率和實際利潤率最高。例如，捲菸的稅率是 60%、實際利潤率達到 326.9%；糧食白酒的稅率為 50%、實際利潤率是 48.5%；化妝品稅率是 45%、實際利潤率為 22%；自行車、縫紉機、電風扇、電冰箱、空調器、電熱器具、吸塵器、洗衣機等家電的產品稅率介於 5-40%（平均產品稅稅率為 20%），實際利潤率是 25.7%。<sup>54</sup> 地方政府為追求財政收益，更看重稅收和利潤的總和結果，那些實際利潤率高且進入門檻低的產業，便成為地方政府的主要投資對象。<sup>55</sup>

---

53. 陶然、陸曦、蘇福兵、汪暉，〈地區競爭格局演變下的中國轉軌：財政激勵和發展模式的反思〉，《經濟研究》（北京），2009 年第 7 期，2009 年 7 月，頁 21-33。

54. 中華人民共和國國務院，〈中華人民共和國產品稅條例(1984)〉，1984 年 9 月，《法律圖書館網》，<[http://www.law-lib.com/law/law\\_view.asp?id=313125](http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=313125)>；Barry Naughton, "Implications of the State Monopoly over Industry and Its Relaxation," *Modern China*, Vol. 18, No. 1, January 1992, p. 27。

55. 曹海濤，〈中國大陸的分權改革與地方政府投資行為—財政誘因的觀點〉，《中國大陸研究》，第 55 卷第 2 期，2012 年 6 月，頁 1-42。

表3 1980年代之「產品稅」稅率與利潤率

產業別	產 品	稅率	實際利潤率
菸類	捲菸及菸草種植	32-60	326.9
冶煉	鋼鐵及其他金屬冶煉品	3-15	98.3
橡膠類	輪胎及各種塑膠製品	10-20	67.2
日用化工類	化妝品、其他護膚護髮品、香皂、牙膏	12-40	22.0
製藥	中成藥、獸藥及農藥	3-5	45.0
鹽業	鹽	-	19.0
文化用品類	筆類、樂器唱片、體育用品及兒童玩具	5-25	56.7
日用機械和電器類	自行車、縫紉機、電風扇、電冰箱、空調器、電熱器具、吸塵器、洗衣機等	5-40	25.7
紙類	普通紙、衛生紙、新聞紙、捲菸紙等	5-20	30.0
化纖	化學纖維、人造纖維及合成纖維	5-15	32.1
印刷	印刷品	5	28.6
非鐵金屬製造		-	17.2
酒類	白酒、黃酒、啤酒	40-50	48.5
金屬加工	不鏽鋼器皿、鋁製器皿	5-15	27
食品飼料	飲料、茶葉、奶粉、罐頭食品與其他食品	5-25	28.9
手工藝品	景泰藍、漆器、首飾	5	43.0
成衣鞋帽類	成衣、帽、鞋	5	46.0
非金屬礦	滑石、大理石、花崗岩等各種石材	5-8	17.0
紡織品	棉紗棉布、毛紗、毛線及針織品	3-18	69.0
木材加工	原木	10	13
非鐵礦採掘	有色金屬及黑色金屬採礦	3	9.7
電子產品類	電腦、電視機、錄放機等	5-20	14.0
飼料	各種飼料	5-10	20.8
建材	水泥、磚瓦、耐火磚及耐火材料	10-12	20.8
電力	電力、熱力及孤立電廠（不與電網聯網）	3-25	20.6
儀器儀表		12-20	20.5
塑膠	塑化類產品	10-25	31.6
機械		-	13.1
鐵礦	鐵礦採選產品	3	7.3

運輸機械		-	10.5
傢俱	各種原料生產之傢俱、人造板	3-5	18.4
木器產品		-	27.6
皮革皮毛類	牛豬皮革、人造皮革製及羽毛製品	5-15	30.3
水		-	14.7
焦炭		5	12.7
成品油	汽油、柴油、潤滑油等	10-40	55.8
天然氣	煤氣、天然氣	3-5	40
煤礦	原煤、洗煤及選煤	3	6.0

資料來源：中華人民共和國國務院，〈中華人民共和國產品稅條例(1984)〉；  
Barry Naughton, “Implications of the State Monopoly over Industry and Its Relaxation,” p. 27。

說明：1. 實際利潤率=(利潤+稅)／總資本；實際利潤率衡量的是1980年代初期的產業狀況。  
2. -表示沒數據。

分稅制改革和中央嚴格規範預算外收入之後，地方政府財政壓力日增，對增值稅 (value-added tax) 等正規稅源更加依賴。特別是進入21世紀後，為了獲取更多的增值稅和企業所得稅，地方投資的重心轉而聚集於鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃等產業。例如，2007-2014年間，這些相關產業產生的增值稅收入占地方政府第二產業（工業）增值稅總收入的48%，企業所得稅收入占地方政府的第二產業（工業）企業所得稅總收入的55.6%，從而使得這些產業的稅收占地方總稅收的比例將近半數(49.9%)。<sup>56</sup>

其次，高負債率企業通常處於那些地方政府大量投資的產業（即產能過剩產業）。由於忽略了稅制和市場環境的變化之影響，主流觀點也無法解釋為何在不同時期高負債或產能過剩實體是不同的產業或

56. 席鵬輝、梁若冰、謝貞發、蘇國燦，〈財政壓力產能過剩與供給側改革〉，《經濟研究》（北京），2017年第9期，2017年9月，頁88。

產品。中國大陸轉型過程大致出現過三次產能過剩：第一次出現在1997-1999年間、第二次出現在2003-2006年間、第三次大約發生在2009-2012年間。<sup>57</sup> 第一次產能過剩的產業和產品主要是家用電器、紡織等；而進入21世紀後，產能過剩產業主要集中在各種製造業，主要包括資本密集型產業，以及與房地產發展密切相關的鋼鐵、水泥、電解鋁、平板玻璃等。箇中原因，在於稅制、政策環境與市場條件不同，為了使稅收最大化，地方政府選擇進入（或干預）的產品和產業也會不同。例如，實證研究表明，產能過剩行業產生的增值稅收入比非產能過剩行業超過45%；其中鋼鐵、水泥、電解鋁等典型的產能過剩部門之每單位企業增值稅收入，比非產能過剩產業高出40%。<sup>58</sup>

地方政府競相投資結果，就是產能過剩加劇，而市場環境和政策環境的改變，進一步導致產能過剩部門中的眾多企業債務率攀升和債務風險增加。譬如，相關產業於2008-2015年間產能利用率下降情形為：煤炭105%→75%；鋼鐵80%→70%；有色金屬82%→68%；水泥75%→70%；平板玻璃87%→76%。同時，這些產業的債務風險則持續加劇，以利息覆蓋率（interest coverage rate, ICR）衡量，35%的採礦企業和39%的鋼鐵企業之ICR小於1（ICR小於1表示企業無法產生足夠的收入以償付貸款利息）。另外，2010-2014年間，槓桿率超過75百分位數的產業中（即高負債產業），債務風險率上升（ICR小於1）情況為：採礦業1%→37%；製造業5%→15%；房地產業1%→10%。<sup>59</sup> 到2015年時，有51%的煤炭和鋼鐵企業的債務處於高風險狀態（ICR

---

57. 盧鋒，〈治理產能過剩問題(1999-2009)〉，《CCER 中國經濟觀察》（北京），第19期，2009年8月，頁21-38。

58. 席鵬輝、梁若冰、謝貞發、蘇國燦，〈財政壓力產能過剩與供給側改革〉，頁89。

59. Wojciech Maliszewski, et al., "Resolving China's Corporate Debt Problem," p. 3.

小於1)；亦即，這些部門中超過一半的企業，沒有足夠的現金流支付現存債務的利息。<sup>60</sup>

## 陸、結論

本研究提出一個概念性的分析架構，探討中國大陸企業債務飆漲的影響機制。藉由闡釋宏觀經濟結構和金融結構、政企關係的制度安排與企業負債之間的連結，我們指出，中國大陸高儲蓄低消費的失衡宏觀經濟結構，產生源源不絕的儲蓄，這些儲蓄最終表現為投資和經常帳餘額不斷增加。2008年 global 金融海嘯使中國大陸的出口大幅下滑後，投資須進一步增加以吸收儲蓄，加上政府大規模財政刺激計畫共同作用，可貸資金量不斷攀升。國有銀行主導企業融資的單一融資結構和滯後的金融體制，導引信貸資金經由政府隱性擔保和軟預算約束支配的政企關係，流入國有企業、地方政府投融資平臺、與地方政府有密切關係的房地產公司等，造成中國大陸非金融企業債務飆漲。

既有文獻重視中國大陸企業債務的債務識別、風險示警和政策應對方案，本文則強調企業債務飆漲背後的制度基礎。實際上，中國大陸企業債務高漲的本質，是國有企業治理的問題。在宏觀結構和融資結構短期難以改變的情況下，如何將資金配置到社會中最有活力和最有效率的部門，是國企改革關鍵，也考驗著執政者的智慧。

目前中共中央大致從兩方面解決非金融企業債務問題。首先，藉由「供給側改革」以強力行政措施「去槓桿」，切斷銀行、地方政府融資平臺和企業之間的資金鏈；雖然行政手段可以降低企業的信貸膨脹，但「一刀切」的行政禁令，也使許多有效率的企業面臨信貸短缺困境；其次，中共中央也推出「國企混改」(mixed-ownership reform) 作為國有企業改革的主要方向；這一方案希冀引民間資本入國有企

---

60. Sarah Chan, "China's Mounting Corporate Debt: A Crisis in the Making," pp. 829-830.

業，提升國有企業的營運效率，後續效果如何，值得吾人密切關注。

另外，雖然國有企業債務飆漲與地方政府行為有密切關係，但中國大陸很多大型國企的營運，並非地方政府所能干涉，這些相關的議題值得未來深入探討和分析。

(收件：2020年4月22日；修正：2021年1月18日；採用：2021年2月2日)

## 參考文獻

### 中文部分

#### 專書

- 李 偉，2018。《中國經濟新征程：結構改革與長期增長潛力》。杭州：浙江大學出版社。
- 徐 高，2019。《宏觀經濟學二十五講：中國視角》。北京：中國人民大學出版社。
- 張燕生、肖耿、羅祥國、多米尼克·米格爾，2017。《中國未來：佛山模式》。北京：中信出版社。

#### 期刊論文

- 王文甫、明娟、岳超雲，2014/10。〈企業規模、地方政府干預與產能過剩〉，《管理世界》（北京），2014年第10期，頁7-36。
- 王立國、鞠蕾，2012/12。〈地方政府干預企業過度投資與產能過剩：26個行業樣本〉，《改革》（重慶），2012年第12期，頁52-62。
- 江飛濤、耿強、呂大國、李曉萍，2012/6。〈地區競爭、體制扭曲與產能過剩的形成機制〉，《中國工業經濟》（北京），2012年第6期，頁1-24。
- 李 廷，2017/5。〈經濟分權、所有制結構與企業債務擴張—基於中國省級面板資料的實證研究〉，《經濟體制改革》（成都），2017年第5期，頁149-154。
- 吳明澤，2017/10。〈中國大陸債務問題與風險分析〉，《展望與探索》，第15卷第10期，頁54-78。
- 周黎安，2004/6。〈晉升博弈中政府官員的激勵與合作〉，《經濟研究》（北京），2004年第6期，頁33-40。

- 周黎安，2007/7。〈中國地方官員的晉升錦標賽模式研究〉，《經濟研究》（北京），2007年第7期，頁36-50。
- 洪朝偉、徐朝陽，2018/10。〈中國非金融企業債務：影響因素、動態特徵及處理對策〉，《經濟社會體制比較》（北京），2018年第5期，頁35-46。
- 唐雪松、周曉蘇、馬如靜，2010/8。〈地方政府干預、GDP 增長與地方國有企業過度投資〉，《金融研究》（北京），2010年第8期，頁32-48。
- 席鵬輝、梁若冰、謝貞發、蘇國燦，2017/9。〈財政壓力產能過剩與供給側改革〉，《經濟研究》（北京），2017年第9期，頁86-102。
- 曹海濤，2012/6。〈中國大陸的分權改革與地方政府投資行為—財政誘因的觀點〉，《中國大陸研究》，第55卷第2期，頁1-42。
- 陸 婷，2015/10。〈中國非金融企業債：風險、走勢及對策〉，《國際經濟評論》（北京），2015年第5期，頁67-77。
- 陸 婷、余永定，2015/10。〈中國企業債對 GDP 比的動態路徑〉，《世界經濟》（北京），2015年第5期，頁3-16。
- 陳衛東、熊啟躍，2017/6。〈中國大陸非金融企業槓桿率的國際比較與對策建議〉，《國際金融研究》（北京），2017年第3期，頁3-11。
- 陶 然、陸曦、蘇福兵、汪暉，2009/7。〈地區競爭格局演變下的中國轉軌：財政激勵和發展模式的反思〉，《經濟研究》（北京），2009年第7期，頁21-33。
- 程仲鳴、夏新平、余明桂，2008/9。〈政府干預、金字塔結構與地方國有上市公司投資〉，《管理世界》（北京），2008年第9期，頁37-47。
- 黃陽華、羅仲偉，2014/11。〈中國大陸勞動密集型中小企業轉型升級融資支援研究〉，《經濟管理》（北京），第36卷第11期，頁1-13。



- 楊其靜、吳海軍，2016/11。〈產能過剩、中央管制與地方政府反應〉，《世界經濟》（北京），2016年第11期，頁126-146。
- 葉健國、談佳隆、王紅茹、劉永剛、周健，2010/3。〈地方政府被指融資鏈面臨斷裂、負債超過五萬億〉，《中國經濟週刊》（北京），2010年第8期，頁8-13。
- 劉暢、劉沖、馬光榮，2017/8。〈中小金融機構與中小企業貸款〉，《經濟研究》（北京），2017年第8期，頁65-77。
- 鄭漢亮，2016/12。〈中國大陸社會融資規模組成結構變化分析—兼論P2P網貸之發展〉，《國際金融參考資料》，第69輯，頁110-121。
- 錢先航、曹廷求、李維安，2011/12。〈晉升壓力、官員任期與城市商業銀行的貸款行為〉，《經濟研究》（北京），2011年第12期，頁72-85。
- 盧鋒，2009/8。〈治理產能過剩問題(1999-2009)〉，《CCER中國經濟觀察》（北京），第19期，頁21-38。
- 戴肇洋，2012/8。〈中國大陸地方債務危機之研究〉，《台灣經濟金融月刊》，第48卷第8期，頁1-14。
- 蘇子婷、官德星，2013/10。〈中國地方性債務研究〉，《台灣經濟論衡》，2013年第5期，頁49-76。
- 鐘寧樺、劉志闊、何嘉鑫、蘇楚林，2016/7。〈中國大陸企業債務的結構問題〉，《經濟研究》（北京），2016年第7期，頁102-117。

#### 網際網路

- 天則經濟研究所，2016/3/5。《國有企業的性質、表現與改革（第二版）》，《天則經濟研究所》，<<http://www.unirule.org.cn>>。
- 中國人民銀行，2020/8/29（檢索）。〈社會融資規模存量統計數據報告〉，《中國人民銀行》，<<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4070296/index.html>>。

中華人民共和國國家統計局，2021/3/29（檢索）。《中國統計年鑒2019》，《國家統計局》，<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>。

中華人民共和國國務院，1984/9。〈中華人民共和國產品稅條例（1984）〉，《法律圖書館網》，<[http://www.law-lib.com/law/law\\_view.asp?id=313125](http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=313125)>。

林毅夫、付才輝、任曉猛，2019/9/27。〈金融創新如何推動高品質發展—新結構經濟學的視角〉，《北京大學新結構經濟學研究院》，<<https://www.nse.pku.edu.cn/sylm/xwsd/497620.htm>>。

黃志典，2016/12。〈中國大陸金融市場改革及其對台灣金融業之影響與挑戰〉，《財團法人台北外匯市場發展基金會》，<<https://www.tpefx.tw/uploads/download/tw/Financial%20Market%20Reform%20in%20China.pdf>>。

黃智聰、潘俊男、張敏蕾，2015/12/31。〈大陸地方政府債務之研究〉，《財團法人台北外匯市場發展基金會》，<<http://www.tpefx.com.tw/uploads/download/tw/china2015.pdf>>。

## 英文部分

### 專書

Garnaut, Ross, Ligang Song, Yang Yao, & Xiaolu Wang, 2001. *The Emerging Private Enterprise in China*. Canberra: The National University of Australia Press.

Lardy, Nicholas R., 2014. *Markets Over Mao: The Rise of Private Business in China*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Naughton, Barry, 2018. *The Chinese Economy: Adaptation and Growth*. London: MIT Press.

### 專書論文

Allen, Franklin, Jun Qian, & Meijun Qian, 2008. "China's Financial

- System: Past, Present, and Future,” in Loren Brandt & Thomas G. Rawski, eds., *China's Great Economic Transformation*. Cambridge: Cambridge University Press. pp. 506-568.
- Lardy, Nicholas R., 2018. “Private Sector Development,” in Ross Garnaut, Ligang Song, & Fang Cai, eds., *China's 40 Year of Reform and Development: 1978-2018*. Canberra: The Australian National University Press. pp. 329-344.
- Ma, Guonan & Dennis T. Yang, 2014. “China's High Saving Puzzle,” in Shenggen Fan, R. Kanbur, Shangjin Wei, & Xiaobo Zhang, eds., *The Oxford Companion to the Economics of China*. Oxford: Oxford University Press. pp. 190-193.
- Naughton, Barry, 2018. “State Enterprise Reform Today,” in Ross Garnaut, Ligang Song, & Fang Cai, eds., *China's 40 Year of Reform and Development: 1978-2018*. Canberra: The Australian National University Press. pp. 375-391.
- Roberts, Ivan & Andrew Zurawski, 2016. “Changing Patterns of Corporate Leverage in China: Evidence from Listed Companies,” in Ligang Song, Ross Garnaut, Cai Fang, & Lauren Johnston, eds., *China's New Sources of Economic Growth*. Australia: ANU Press. pp. 271-312.

#### 期刊論文

- Chamon, Marcos D. & Eswar S. Prasad, 2010/1. “Why are Saving Rates of Urban Household in China Rising?” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 1, pp. 90-130.
- Chan, Sarah, 2018/9-10. “China's Mounting Corporate Debt: A Crisis in the Making,” *Asian Survey*, Vol. 58, No. 5, pp. 822-846.
- Curtis, Chadwick C., Steven Lugauer, & Nelson C. Mark, 2015/4. “Demographic Patterns and Household Saving in China,” *American Econ-*

- omic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7, No. 2, pp. 58-94.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, & Hui Tong, 2016/3. “Credit Booms and Macroeconomic Stability,” *Economic Policy*, Vol. 31, No. 86, pp. 299-355.
- Huang, Yiping & Tingting Ge, 2019/12. “Assessing China’s Financial Reform: Changing Roles of the Repressive Financial Policies,” *Cato Journal*, Vol. 39, No. 1, pp. 65-85.
- Li, Hongbin & Li-An Zhou, 2005/9. “Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China,” *Journal of Public Economics*, Vol. 89, No. 9-10, pp. 1743-1762.
- Ma, Guonan & James Laurenceson, 2017/10. “China’s Debt Challenges: Stylized Facts, Drivers and Policy Implications,” *Singapore Economic Review*, Vol. 63, No. 1, pp. 1-23.
- Modigliani, Franco & Shi Larry Cao, 2004/3. “The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, No. 1, pp. 145-170.
- Naughton, Barry, 1992/1. “Implications of the State Monopoly over Industry and Its Relaxation,” *Modern China*, Vol. 18, No. 1 pp. 14-41.
- Wei, Shangjin & Xiaobo Zhang, 2011/6. “The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China,” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 5, pp. 511-564.

#### 網際網路

- Bai, Chong-en, Chang-Tai Hsieh, & Zheng Song, 2016/11. “The Long Shadow of China Fiscal Expansion,” *Brookings Institute*, <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/02/baitextfall16bpea.pdf>>.
- Bank for International Settlements, 2020/8/28 (accessed). “Credit to the

- Non-financial Sector,” *BIS Statistics*, <<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>>.
- Cecchetti, Stephen G., Madhusudan Mohanti, & Fabrizio Zampolli, 2011/9. “The Real Effects of Debt,” *BIS Working Papers*, No. 352, *BIS*, <<https://www.bis.org/publ/work352.pdf>>.
- Center for Strategic and International Studies, 2017/9. “Does China Face a Looming Debt Crisis?” *China Power*, <<https://chinapower.csis.org/china-face-looming-debt-crisis/>>.
- Chen, Sally & Joong Shik Kang, 2018/1. “Credit Booms—Is China Different?” *IMF Working Paper*, No. WP/18/2, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>>.
- Chivakul, Mali & W. Raphael Lam, 2015/3. “Assessing China’s Corporate Sector Vulnerabilities,” *IMF Working Paper*, No. WP/15/72, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Assessing-Chinas-Corporate-Sector-Vulnerabilities-42819#>>.
- Choukhmane, Taha, Nicolas Coeurdacier, & Keyu Jin, 2014/9. “The One-Child Policy and Household Savings,” *Yale University*, <[https://economics.yale.edu/sites/default/files/tahamaclunch100214\\_2.pdf](https://economics.yale.edu/sites/default/files/tahamaclunch100214_2.pdf)>.
- Daniel, James, Jose Garrido, & Marina Moretti, 2016/4. “Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China: Some Initial Consideration,” *Technical Notes and Manuals*, No. 16/05, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Debt-Equity-Conversions-and-NPL-Securitization-in-China-Some-Initial-Considerations-43876>>.
- Dhru, Jayan U., et al., 2014/6/15. “Credit Shift: As Global Corporate Borrows Seek \$60 Trillion, Asia-Pacific Debt Will Overtake U.S. and Europe Combined,” *Finyear*, <<https://www.finyear.com/attachment/>>

498696/>.

International Monetary Fund, 2019/9/28 (accessed). “World Economic Outlook Database,” *IMF*, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>>.

Kern, Andreas, 2016/5. “A Closer Look at Corporate Debt in Emerging Market Economies,” *Atradius Economic Research*, <[https://group.atradius.com/documents/atradius\\_economic\\_research\\_corporate\\_debt\\_ems\\_ern060501en.pdf](https://group.atradius.com/documents/atradius_economic_research_corporate_debt_ems_ern060501en.pdf)>.

Lam, W. Raphael & Alfred Schipke, 2016/7. “China’s Emerging State-Owned Enterprises (SOE) Reform Strategy,” *IMF Country Report*, No. 16/271, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16271.pdf>>.

Lam, W. Raphael, Alfred Schipke, Yuyan Tan, & Zhibo Tan, 2017/11. “Resolving China’s Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity,” *IMF Working Paper*, No. WP/17/266, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/11/27/Resolving-China-Zombies-Tackling-Debt-and-Raising-Productivity-45432>>.

Lardy, Nicholas R. 2016/3. “The Changing Role of the Private Sector in China,” *Reserve Bank of Australia*, <<https://www.rba.gov.au/publications/confs/2016/pdf/rba-conference-volume-2016-lardy.pdf>>.

Lin, Justin Y., Xifang Sun, & Ye Jiang, 2009/9. “Toward a Theory of Optimal Financial Structure,” *World Bank*, <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4232/WPS5038.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>.

Maliszewski, Wojciech, et al., 2016/10. “Resolving China’s Corporate Debt Problem,” *IMF Working Paper*, No. WP/16/203, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16203.pdf>>.

McKinsey Global Institute, 2015/2/1. “Debt and (Not Much) Deleveraging,”

*McKinsey Global Institute Report*, <<https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>>.

Molnar, Margit, 2019/9/28 (accessed). “Boosting Firm Dynamism and Performance in China,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1408, *OECD*, <<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/92d58508-en.pdf?expires=1580638508&id=id&accname=guest&checksum=F44AC79EA6C49E10E84A53399F73123F>>.

Molnar, Margit & Jiangyuan Lu, 2019/2. “State-Owned Firms Behind China’s Corporate Debt,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1536, *OECD*, <[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2019\)5&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2019)5&docLanguage=En)>.

Mourdoukoutas, Panos, 2018/11/24. “Debt, Not Trade War, Is China’s Biggest Problem,” *Forbes*, <<https://www.forbes.com/sites/panosmourdoukoutas/2018/11/24/debt-not-trade-war-is-chinas-biggest-problem/#7c7e89be4c4d>>.

Wingender, Philippe, 2018/4/13. “Intergovernmental Fiscal Reform in China,” *IMF Working Paper*, No. WP/18/88, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/13/Intergovernmental-Fiscal-Reform-in-China-45743>>.

World Bank, 2020/7/1. “New World Bank Country Classifications by Income Level: 2020-2021,” *World Bank*, <<https://blogs.worldbank.org/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2020-2021>>.

World Bank, 2020/8/29 (accessed). “World Development Indicators,” *World Bank*, <<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.ADJ.NNTY.KD&country=#>>.

World Development Indicators, 2020/8/29 (accessed). “API\_CHN\_DS2\_en\_excel\_v2\_1217958,” *World Bank*, <<https://data.worldbank.org/country/china?view=chart>>。

World Development Indicators, 2020/8/29 (accessed). “Households and NPISHs final consumption expenditure (%GDP),” *World Bank*, <<https://api.worldbank.org/v2/en/indicator/NE.CON.PRVT.ZS?downloadformat=excel>>.

Zhang, Longmei, 2016/9. “Rebalancing in China: Analytics and Prospect,” *IMF Country Report*, No. 16/271, *IMF*, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16183.pdf>>.

Zhang, Longmei, Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He, Jing Lu, & Rui Mano, 2018/12. “China’s High Savings: Drivers, Prospects, and Policies,” *IMF Working Paper*, No. WP/18/277, *IMF*, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/12/11/Chinas-High-Savings-Divers-Prospects-and-Policies-46437>>.

Zhang, Wenlang, Han Gaofeng, & Brian Ng, 2015/4. “Corporate Leverage in China: Why Has It Increased Fast in Recent Years and Where Do the Risks Lie?” *Hong Kong Institute for Monetary Research*, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2597451](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2597451)>.



## **The Impact of Structural Imbalance on the Soaring Debt of China's State-owned Enterprises**

**Hai-tao Tsao**

(Professor, School of Economics and Management,  
Minjiang University)

**Nian-dong Chen**

(Professor, Newhuadu Business School,  
Minjiang University)

### **Abstract**

This study analyzes the mechanism of the rise of corporate debt in Mainland China. Through a general analysis framework, this paper points out that the distorted macro-economic structure of high savings and low consumption, the monolithic financial structure of bank credit directing enterprise financing, and traditional institutional arrangements of implicit government guarantees and soft budget constraints, have pumped inundated domestic savings into state-owned enterprises via bank credit channels. This process has led to a surge in enterprise debt. There is a close relationship between the soaring corporate debt and the investment behavior of local governments. This connection stems from the tax competition of local governments triggered by the decentralizing reforms in transitional China.

**Keywords:** China, Corporate Debt, Savings, Bank Credit, State-Owned Enterprises

