

第八章 供给侧视角下的 僵尸企业与“低利率陷阱”

制作人：反转



CONTENTS



01

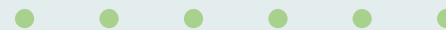
问题提出

02

主要观点及分析

03

政策建议



1. 问题提出

问题提出：全球现状



零利率陷阱

金融危机后经济疲弱，非常规货币政策正在趋于常态化，以零利率、负利率为代表的超宽松货币政策难以退出。



经济疲弱、通缩、 债务高企

宽松的货币政策没能刺激总需求，反而使得经济疲弱、通缩压力以及债务高企交织出现。



主流凯恩斯 理论失效

宽松的货币政策没有像凯恩斯理论所说的，刺激经济的总需求，反而出现经济疲弱和通缩压力。

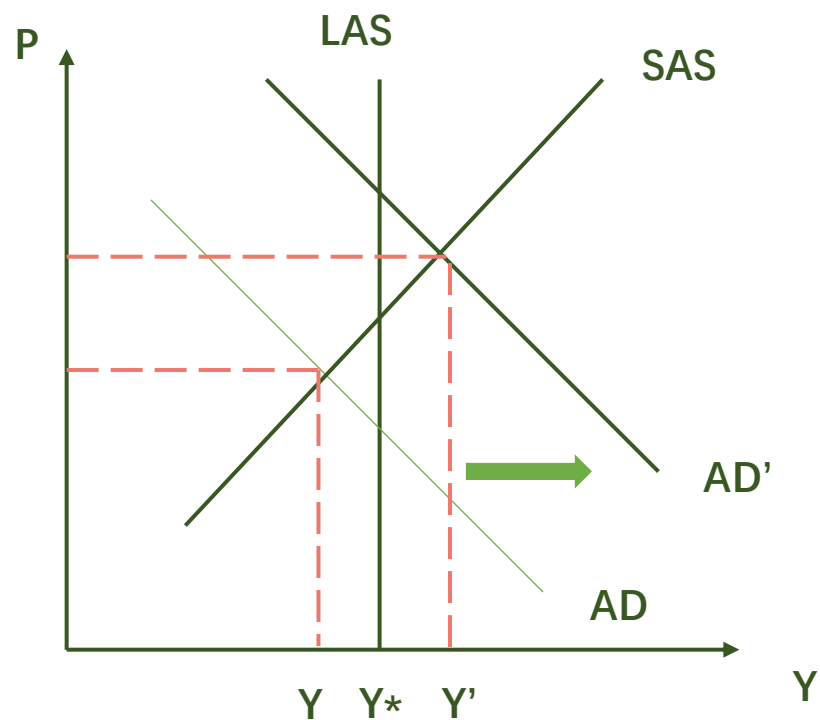


图1 AS-AD模型

凯恩斯理论中，货币政策的经典传导过程表现为，刺激性货币政策导致利率水平下降，当利率水平低于资本边际效率时就会诱导投资需求扩张。在消费倾向一定的前提下，投资需求扩张将推动总需求增长，产出增加，同时伴随物价水平上涨，即“越刺激、越通胀”。



2. 主要观点及问题分析



货币政策变化不仅会影响需求，
还会通过阻碍僵尸企业出清的方式
影响经济的供给结构。

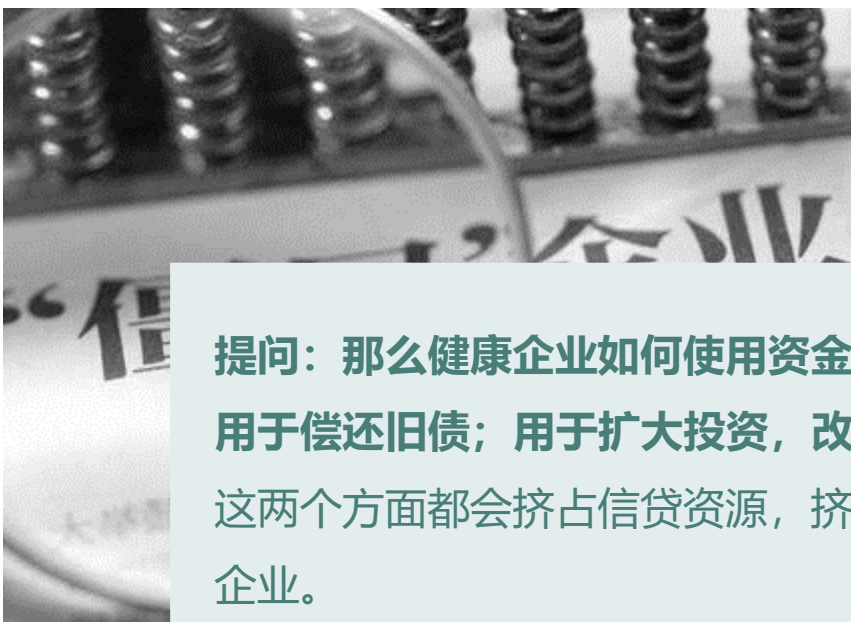


1

低利率货币政策导致僵尸企业难以出清

僵尸企业指的是丧失自我发展能力，需依赖包括银行续贷、政府补贴在内的非市场因素来维持生存的企业。僵尸企业生产效率低下，却占有大量资本、劳动力及土地等生产要素，抑制了新技术、新产业的发展。处置僵尸企业是加快经济转型、助推经济发展的重要环节。

然而，低利率货币政策却有可能阻碍僵尸企业出清。这是因为在低利率环境下，**银行能够提供更加优惠的信贷利率，从而降低僵尸企业存续债务的利息费用，减轻其财务压力，导致僵尸企业“僵而不死，退而不出”。**



提问：那么健康企业如何使用资金呢？

用于偿还旧债；用于扩大投资，改善经营。
这两个方面都会挤占信贷资源，挤出健康企业。

2

低利率货币政策导致僵尸企业债务扩张

由于经营利润不能覆盖利息费用，僵尸企业偿债能力非常有限，很大程度上依靠续贷或者借新债还旧债来维持生存，并寄希望于举债扩张来改善经营。

在低利率货币政策下，面临巨大偿债压力的僵尸企业由于举债成本下降，举债意愿较健康企业提升，对货币政策利率下调也更加敏感。因此**刺激性货币政策释放的流动性会更多的流向僵尸企业**，而非健康企业。



3

僵尸企业难以出清、债务扩张与社会债务水平攀升

低利率货币政策导致僵尸企业出清放缓、低效债务扩张加快。在双重作用下，低效率资本不但难以退出，反而可能继续扩张。**同时健康企业经营环境恶化，市场资源错配，生产效率低下。**

在宏观上看，这会使全社会“资本—产出比”上升，经济陷入所谓“动态无效率”状态。由于投资回报率低，收益难以覆盖债务，僵尸企业从银行融资增长的同时，必然伴随债务杠杆率的上升。

4

“债务—通缩螺旋”与“越刺激，越通缩”的独特现象

基于上面所述的逻辑框架做进一步推演。

第一，由于僵尸资本难以退出，甚至还会反向扩张，这会导致投资回报率下降和产能过剩问题，由此形成通缩压力，甚至会出现“越刺激、越通缩”的反常现象。

第二，高债务本身就有抑制通胀、产生通缩压力的作用，这也就是经典的“**债务—通缩**”机制，也就是债务和通货紧缩相互作用、相互增强。在低利率环境下债务累积通过“债务—通缩螺旋”会进一步压低通胀。

第三，高债务和通缩压力还会对货币政策退出低利率环境

形成约束，物价起不来，货币政策没有理由退出；债务越高，加息后偿债压力就越大，**货币政策也越难以退出**。因此债务越高、通缩压力越大，上述约束会越大，甚至会导致货币政策进一步宽松，而这又会通过上述循环加剧债务和通缩压力，因此形成相互强化的机制。

因此，宏观经济领域就会出现**高产能、高债务、低增长、低通胀、低利率的“两高三低”**的新组合，并相互强化进入类似“陷阱”的状态而难以退出。这些现象，显然都不是传统的宏观经济理论所能解释的。

3. 政策建议

01

要把握好财政政策、货币政策的取向、力度和节奏，与潜在产出和物价稳定的要求相匹配，既不能不足，更不能过度。



02

要高度重视经济供给侧结构性改革，着力推动经济结构调整。