

“稳增长”压力下信贷资源配置的所有制偏好

陈平¹，刘泽炀²

(1.中山大学岭南学院、中山大学海洋经济研究中心，广东 广州 510275；2.中山大学岭南学院，广东 广州 510275)

摘要：本文以中央政府—地方政府—国有企业的压力传导路径为基础，研究“稳增长”压力下的国有企业信贷，旨在分析赶超战略下银行信贷所有制偏好的制度根源，揭示了国有企业长期信贷难以遵循通行的银行信贷顺周期行为特征的内在逻辑，并指出随着国有企业杠杆率的内在性提升和投资效益的趋势性下降，我国的系统性金融风险必将面临不断累积而恶化的局面。由此，本文得出了加快从赶超战略到“五位一体”总体布局的转变，积极推进国有企业混合所有制改革，加快直接融资偏向的金融结构改革，是打破我国系统性金融风险周期性积累的根本途径这一结论和政策建议。

关键词：“稳增长”压力；赶超战略；国有企业信贷；系统性金融风险

中图分类号：F832.4 **文献标识码：**A

一、问题的提出

面对当前国内外经济金融局面，党的十九大报告明确指出，守住不发生系统性金融风险的底线，是未来数年我国宏观金融调控的重中之重。在间接金融为主的金融结构下，信贷资源配置问题无疑仍是缓解和消除我国系统性金融风险的关注点。在此背景下，银行信贷所有制的偏好和偏好再度面临学界和政界的拷问。

银行信贷所有制偏好是我国金融体系长期存在的一个客观事实，这主要体现为不同所有

制企业在信贷资源的获取与经济贡献匹配之间的巨大反差上。比如 2014 年，我国国有企业银行贷款余额占全部企业贷款余额的 47.6%，新增贷款占全部企业新增贷款的 53.59%，但以工业为例，国有企业占企业主营业务收入的比例仅 23.73%，占企业平均用工人数的比例仅 18.47%，且国有工业企业的总资产贡献率为 11.53%，非国有工业企业的总资产贡献率为 15.35%，两者形成鲜明对比。

对于信贷资源配置的所有制偏好，即国有企业比非国有企业更易于从银行获取贷款，利率更低，期限更长的现象，诸多学者（Cull and Xu, 2003；卢峰、姚洋，2004；Allen et al., 2005；江伟、李斌，2006；余明桂、潘红波，2008）进行大量的实证研究予以证实；也有学者研究了这种所有制偏好对我国金融稳定的影响，指出高杠杆、低效益的国有企业信贷带来了信贷资源配置的效率低下、产能过剩，还给金融系统稳定带来严重威胁（马建堂，2016；魏杰，2018）。

然而，已有文献没有对信贷资源配置所有制偏好背后的深层因素作出令人满意的诠释，由此也难以提出合理到位的政策建议。本文认为只有深入到我国的中央政府、地方政府与国有企业的关系层面，方能真正揭示信贷资源所有制偏好的根本。在描述这一关系的诸多概念中，经济学界倡导的财政联邦主义（Qian and Roland, 1998）、晋升锦标赛、委托代理制（周黎安，2007），政治学界提出的新权威主义（萧功秦，2016）、权威体制（周雪光，2011），均仅聚焦于我国中央与地方关系的阐释，没有将国有企业的角色纳入其中。相比较之下，引入政治学概念“压力型体制”，可以恰如其分诠释国有企业信贷资源配置特征。

压力型体制的提出始于荣敬本（1998），是指“一级政治组织（县、乡）为了实现经济赶超，完成上级下达的各项指标而采取的数量化任务分解的管理方式和物质化的评价体系”，本文将这一概念扩展为“中央政府--地方政府--国有企业”全体制压力链条，沿用其来剖析国有企业长期信贷特征的制度根源：在赶超战略下，作为压力链条终端的国有企业，需要凭借银行信贷、加大投资来实现分解下来的“稳增长”任务，由此导致与非国有企业长期信贷顺周期（金雯雯、杜亚斌，2013）形成鲜明对比的特征，即国有企业长期信贷对经济周期不敏感，甚至在经济下行期间还可能呈现逆周期。

二、理论分析

中央与地方关系是我国政府体制的核心，这一体制的根本特征即是强大的中央政府对地方政府进行领导、考核，从而维持国家的基本治理秩序，这形成了一种压力型体制。压力型

体制与赶超战略的结合，使经济增长压力以“政治任务”的形式层层分解，形成了“中央政府—地方政府—国有企业”的压力传导路径。

作为一个后发展国家，我国在建国后实行了赶超战略，国有企业作为后发展国家资本积累的一种体制，就是这一战略的产物。有学者认为实行赶超战略的发展中国家往往需要建立统一的指令性生产体制和统收统支的财务体制，避免企业经理人员把资本投入到不利于资本积累的部门（张鹏飞，2011）。由于国有经济规模庞大，我们有必要把国有企业纳进“政府体制”的视野。这是因为一者国有企业负责人由党委组织部门任免，有一定的行政级别，国企负责人与政府官员之间并没有流动障碍，因此更像是一种“准官员”（杨瑞龙，2013），二者国有企业承担着一系列政策性功能，特别是服务国家发展战略、促进区域发展、保障经济平稳增长等。

这一压力型体制以“中央政府、地方政府、国有企业”三级增长压力传导和国有企业作为重要终端为主要特点，并以下面两个制度优势为基础：

首先是以“政治任务”的方式将增长压力自上而下进行分解，特别是在自上而下纵向问责机制的背景下，增长压力的分解将得到强化。

其次是观念制度。周雪光（2011）指出，科层制度和观念制度是维系权威体制的两个核心组织机制。博·罗斯坦（2015）将中国的政府体制称为“干部制”，并指出“干部制”的特点在于对组织政策方针的强烈忠诚甚至热心，这为压力型体制的运转提供了观念支撑。

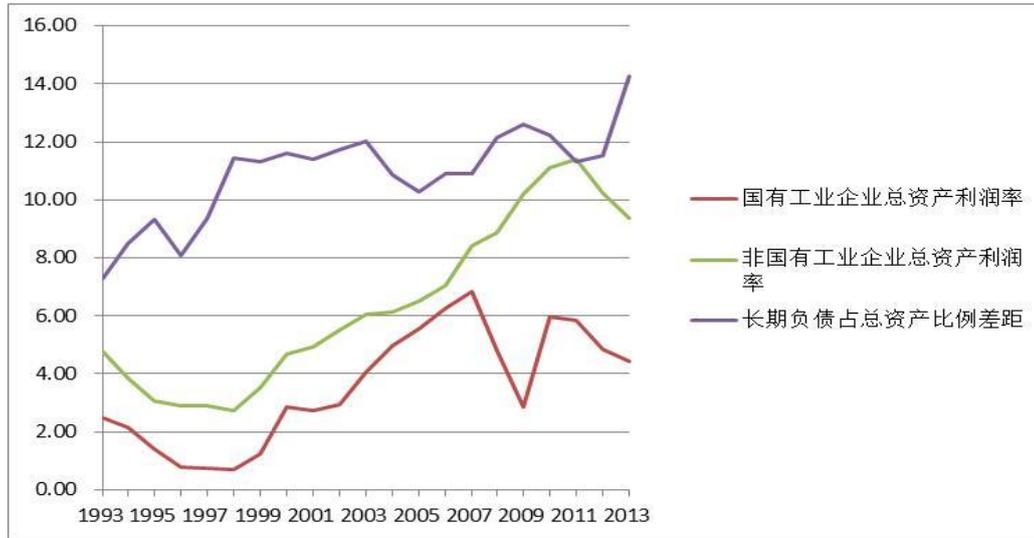
赶超战略下的压力型体制既推动了经济的发展，也导致了对市场的干预和国有企业信贷行为的扭曲。有学者已经指出政府压力与国有企业的过度投资密切相关，国有企业的过度投资行为是为了实现各级政府目标而发生的，包括稳定就业、增加税收、提高GDP目标等（张洪辉、王宗军，2010）。

在经济进入“新常态”的当下，中央高度重视国有企业的“稳增长”作用，近几年来，全国几乎所有省份（市、区）均多次强调国有企业在稳增长中的重要性，并采取了一系列“压力型举措”推动国有企业当好“稳增长”表率，包括对没有按时间进度完成经营目标任务和投资滞后的企业——点名提醒和督导检查；狠抓投资和项目建设，省级领导干部亲自督办重大项目；促进银政企对接、为国有企业信贷融资搭建平台等，有些省级国资委还把本省国有企业坚持低谷上项目树为典型。这种“稳增长”思维以同样的逻辑延续了“赶超战略”的做法，具体表现为对投资和国有企业“稳增长”作用的强调，因为在固定资产投资增速快速回

落之时，如果没有国有部门接近两位数投资的增长，经济的状况会更差（张军，2016）。

由于企业投资资金相当一部分来自于银行长期贷款，因此“稳增长”压力对国有企业信贷的影响也主要体现在长期信贷上。由下图可见，自1993年以来，全国国有工业企业长期负债占总资产的比例与民营工业企业的差距总体上不断拉大，尤其在两次金融危机期间，这与两类企业总资产利润率差距的走向基本相反。

图1 国有、非国有工业企业长期负债占总资产比例差距变化图（单位：%）



数据来源：《中国统计年鉴》

三、实证模型与变量定义

（一）样本选择与数据来源

本文主要是研究国有企业与非国有企业信贷差异的体制根源，由于数据获取的限制，研究样本选定为1998-2016年中国资本市场A股上市公司，在研究中剔除了上市公司上市年份的数据以及金融类上市公司，并采用民营化标识来区分国有与民营上市公司，当公司的控股权发生转移时，其国有或民营性质的界定也作相应改变。为了控制极端值的影响，我们在1%水平下对公司层面的连续性变量进行缩尾处理。上市公司的数据均来源于CSMAR数据库。

央企既直接受中央政府的领导和管理，同时也在稳增长、促就业等方面对所在地有重要影响，因此本文将央企按所在地纳入地方国有企业进行研究，这也与《中国统计年鉴》对地方国有及国有控股工业企业的统计口径一致。

为了研究国有企业长期信贷的体制根源，本文对1998-2016年各省（市、区）的GDP

增长率、非国有工业经济比重、人民币新增贷款进行整理，相关数据均来自《中国统计年鉴》《中国工业经济统计年鉴》《中国金融年鉴》以及万得数据库。

(二) 实证模型与变量定义

本文建立以下模型，其中被解释变量是长期借款增速(dLL)，控制变量包括规模(size)、成长性(grow)、总资产利润率(roa)、资产负债率(tl)、现金流(cflow)、固定资产比例(tang)等，控制变量的选取主要参考了研究上市公司长期信贷的有关文献(江伟、李斌，2006；余明桂、潘红波，2008)。模型使用聚类稳健的标准误进行面板数据分析，并对时间固定效应和行业固定效应进行控制， λ_i 、 IND_i 、 γ_t 分别为个体固定效应、行业固定效应和时间固定效应的变量。

$$dLL_{it} = \alpha + \beta_1 * \text{delta_gy}_{it} + \beta_2 * \text{size}_{it} + \beta_3 * \text{grow}_{it} + \beta_4 * \text{roa}_{it} + \beta_5 * \text{tl}_{it-1} + \beta_6 * \text{cflow}_{it} + \beta_7 * \text{tang}_{it} + \lambda_i + \text{IND}_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

表2 变量列表

变量代码	变量名称	变量定义
dLL	长期借款增速	长期借款增量/上一期总资产
size	规模	主营业务收入的自然对数
grow	成长性	主营业务增量/上一年度主营业务收入
roa	总资产利润率	利润总额/总资产
tl	总负债率	总负债/总资产
cflow	现金流量	经营活动产生的现金流净额/总资产
tang	资产结构	(固定资产净额+存货净额)/总资产
gy	本省GDP增长率	指数化的本省国内生产总值增长率
non_share	非国有经济比重	本省非国有工业企业主营业务收入/规模以上工业企业主营业务收入
g_credit	本省人民币贷款增速	本省新增人民币贷款/上一年度本省人民币贷款余额
delta_gy	本省GDP增长率变化量	本年度GDP增速--上一年度GDP增速
T_gy	GDP增速时间虚拟变量	H=经济快速增长时段(delta_gy>0)，L=经济增速下滑时段(delta_gy<0)
RGN_non	非国有经济比重地区虚拟变量	H=非国有经济比重高的地区(大于中位数)，L=非国有经济比重低的地区(小于中位数)
RGN_credit	人民币新增贷款地区虚拟变量	H=新增贷款充足的地区(大于中位数)，L=新增贷款不足的地区(小于中位数)

各变量的描述性统计和相关性分析见表2和表3。

表 3 描述性统计

variable	mean	sd	p50	min	max
dLL	1.23	6.85	0	-15.07	37.81
size	20.77	1.60	20.71	7.12	28.69
grow	0.21	0.61	0.11	-0.73	4.33
roa	0.03	0.07	0.04	-0.33	0.20
tl	0.47	0.24	0.46	0.05	1.49
cflow	0.04	0.08	0.04	-0.21	0.27
tang	0.41	0.18	0.40	0.02	0.84
gy	10.62	2.78	10.25	-2.50	23.80
delta_gy	-0.36	1.56	-0.30	-9.30	8.50
non_share	64.27	20.24	67.92	8.71	90.41
g_credit	0.16	0.08	0.15	-0.29	0.93

表 4 相关性分析

	dLL	size	grow	roa	tl	cflow	tang	delta_gy
dLL	1							
size	0.05***	1						
grow	0.19**	0.09**	1					
roa	0.03***	0.19**	0.20***	1				
tl	0.10***	0.16***	0.02***	-0.45***	1			
cflow	-0.11***	0.16***	0.04***	0.31***	-0.15***	1		
tang	0.010	0.16***	-0.02***	-0.14***	0.26***	0.08***	1	
delta_gy	0.02***	-0.06***	0.05***	-0.01**	0.04***	0.04***	0.04***	1

四、实证结果及分析

表 4 是对模型的初步检验。由表可见，国有企业和非国有企业长期借款增速对于成长性 (**grow**)、上一期资产负债率 (**tl_{t-1}**)、现金流量 (**cflow**) 均显著相关，对总资产利润率 (**roa**) 均不相关；国有企业长期借款增速与企业规模 (**size**) 不相关、与固定资产比例 (**tang**) 负相关，非国有企业则与规模正相关、与固定资产比例不相关，这与已有文献的研究基本一致。

由表 5 的 (1) 可见，企业长期借款增速与 GDP 增长率波动正相关，这与已有文献关于企业债权融资顺周期的结论一致。但在按产权属性进行分组后，由 (2) (3) 可见，非国有企业正相关，国有企业不相关。

表 5	总体样本	国有	非国有
	(1)	(2)	(3)
	m	m ₁	m ₀
delta_gy	0.084* (1.96)	0.044 (0.83)	0.178** (2.26)
size	0.188*** (2.74)	0.053 (0.56)	0.206* (1.72)
grow	2.142*** (14.73)	2.185*** (10.69)	2.006*** (9.29)
roa	0.657 (0.86)	0.991 (0.95)	-0.848 (-0.68)
tl ₋₁	-3.492*** (-9.60)	-4.278*** (-7.96)	-2.846*** (-4.72)
cflow	-13.169*** (-15.40)	-14.911*** (-13.24)	-10.734*** (-7.63)
tang	-2.936*** (-6.02)	-4.667*** (-7.29)	-1.138 (-1.43)
_cons	0.197 (0.14)	4.309** (2.24)	-2.310 (-0.91)
时间效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
N	29045	17792	11253
adj. R ²	0.068	0.069	0.070

注：m 代表总体样本，m₁ 代表国有企业，m₀ 代表非国有企业。下同。

我们通过“产权属性/非国有经济比重”“产权属性/增长率波动”“产权属性/人民币贷款增速”三个交叉维度来进行更深入的分析。由表 6、7 可见，非国有企业长期借款的顺周期行为体现在非国有经济比重低、经济增速下滑和人民币新增贷款不足的区间，而国有企业在该区间则不存在顺周期行为。

顺周期会带来经济波动，在经济增速下滑时会加重经济衰退，这意味着在国有经济比重高的地区，尤其是中西部地区，在经济增速下滑时，非国有企业的长期借款将相应萎缩，经济下行压力将进一步强化。此时，地方政府将会加大对国有企业的压力，要求其扩大投资规模，这就使得国有企业长期信贷对经济周期不敏感。但是，国有企业的经营效益远低于非国有企业，压力型体制下以国有企业过度投资为基础的稳增长方式，也会带来产能过剩的进一

步积累，并影响到金融系统的稳定。由表7也可看出，当人民币新增贷款不足时，非国有企业在经济增速下滑时信贷融资将更为艰难，这将进一步产生强化作用。

表 6	产权属性/非国有经济比重				产权属性/增长率波动			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$m_iRGN_non_H$	$m_iRGN_non_L$	$m_oRGN_non_H$	$m_oRGN_non_L$	$m_iT_gy_H$	$m_iT_gy_L$	$m_oT_gy_H$	$m_oT_gy_L$
delta_gy	-0.026 (-0.26)	0.080 (1.22)	0.011 (0.10)	0.266** (2.24)	0.072 (0.59)	0.028 (0.37)	0.280 (1.40)	0.242** (2.12)
size	0.063 (0.43)	0.013 (0.11)	0.225 (1.28)	0.164 (1.02)	0.101 (0.60)	0.104 (0.79)	0.314** (1.98)	0.132 (0.77)
grow	1.983*** (6.45)	2.335*** (8.60)	2.192*** (7.00)	1.850*** (6.36)	1.799*** (6.19)	2.567*** (8.77)	1.127*** (3.27)	2.503*** (9.03)
roa	2.015 (1.25)	0.436 (0.32)	-1.079 (-0.68)	-0.924 (-0.47)	2.235 (1.34)	-1.484 (-1.04)	3.158* (1.75)	-2.759 (-1.54)
tl ₋₁	-4.499*** (-5.47)	-4.124*** (-5.89)	-2.947*** (-3.88)	-3.080*** (-3.37)	-3.728*** (-4.23)	-4.549*** (-5.70)	-2.528*** (-2.68)	-2.143*** (-2.60)
cflow	-14.939*** (-8.83)	-15.106*** (-9.94)	-10.788*** (-5.92)	-10.505*** (-4.86)	-15.564*** (-8.94)	-13.772*** (-10.09)	-12.060*** (-4.73)	-10.716*** (-6.39)
tang	-5.250*** (-5.64)	-4.296*** (-4.90)	-2.386** (-2.11)	0.209 (0.18)	-5.998*** (-5.72)	-4.863*** (-5.54)	-0.240 (-0.16)	-1.404 (-1.40)
_cons	4.718 (1.54)	4.118 (1.63)	-3.017 (-0.80)	-1.458 (-0.45)	2.048 (0.57)	4.494* (1.70)	-6.280 (-1.44)	0.145 (0.04)
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	7931	9861	7138	4115	7591	10201	3484	7769
adj. R ²	0.066	0.071	0.076	0.070	0.065	0.077	0.070	0.084

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$m_iRGN_credit_H$	$m_iRGN_credit_L$	$m_oRGN_credit_H$	$m_oRGN_credit_L$
delta_gy	0.024 (0.32)	0.067 (0.86)	0.063 (0.47)	0.245** (2.45)
size	0.106 (0.75)	0.005 (0.04)	0.150 (0.92)	0.076 (0.43)
grow	2.118*** (7.36)	2.266*** (7.85)	2.430*** (7.69)	1.615*** (5.73)
roa	2.365 (1.59)	-0.602 (-0.41)	0.109 (0.07)	-1.604 (-0.85)
t1 ₋₁	-4.574*** (-5.42)	-4.048*** (-6.00)	-2.522*** (-3.29)	-3.104*** (-3.43)
cflow	-14.259*** (-8.68)	-15.555*** (-10.03)	-10.784*** (-5.68)	-11.123*** (-5.44)
tang	-4.619*** (-4.58)	-4.904*** (-6.25)	-1.210 (-1.24)	-1.382 (-1.12)
_cons	4.146 (1.44)	4.818* (1.84)	-1.688 (-0.48)	0.246 (0.07)
时间效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
N	8551	9241	5624	5629
adj. R ²	0.066	0.073	0.092	0.063

国有上市公司只是国有企业的一部分，其受到的政府压力远较一般的国有企业轻，因此国有企业与非国有企业长期信贷在“顺周期”上的差别将比上市公司更显著。如果我们用《中国统计年鉴》各省国有、非国有工业企业的整体数据进行类似表5的分析，则可得出国有企业逆周期的结论，但由于样本点太少，无法进行更深入的分析，此处限于篇幅不再赘述。

为了更好地论证压力型体制对国有企业长期信贷的影响，我们对上市公司短期借款和债券融资均进行了稳健性检验，发现均不影响本文的结论。

结论

企业信贷融资离不开特定的政府体制。在经济增速下滑时，“稳增长”是政府面对的首要压力，其会转化成对国有企业增加长期贷款、扩大投资规模的要求，并形成国有企业长期

信贷“逆周期”与非国有企业“顺周期”的差异，且在地方非国有经济比重较低、新增人民币贷款不足时将更加突出。

总体上看，压力型体制下的赶超战略是我国信贷资源配置低效率和所有制偏好的根源。近十年来，民营企业与国有企业总资产利润率的差距不断拉大，从2000年的2.1%扩大到现在的7.7%，这与两者在长期信贷上不断拉大的差距形成巨大反差。如果“稳增长”过于依靠国有企业的过度投资，则不仅“去产能”难有成效，过剩产能还将引发企业的债务危机，并威胁到系统重要性金融机构的安全，从而增加金融风险。

因此，在经济“新常态”背景下，本文提出三项政策建议：

一、我国须加快由赶超战略向经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设“五位一体”总体布局的转变，使各级政府树立更加科学的政绩观，使“压力型体制”下的压力更好地回应人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分发展之间的矛盾，并在经济发展上更好地实现由要素和投资驱动向创新驱动的转变，使国企弱化“压力型增长”，强化“创新型发展”。

二、对国有企业要实现从管资产到管资本的转变，使国有资本投资运营服务于国家战略目标，更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，要对国有企业进行分类改革，积极推进非公益类国企的混合所有制改革，从而克服国有企业的投资“饥渴症”。

三、加快直接融资偏向的金融结构改革，不断提高金融资源配置效率，防范由国有企业债务危机引发的系统性金融风险，破解我国系统性金融风险的周期性积累。

参考文献：

[1] 卢峰、姚洋，2004，《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》，《中国社会科学》，第1期 42-55页。

[2] 江伟、李斌，2006，《制度环境、国有产权与银行差别贷款》，《金融研究》，第11期第116-126页。

[3] 余明桂、潘红波，2008，《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》，《管理世界》，第8期第9-21

页。

- [4] 马建堂等, 2016, 《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》, 《财贸经济》, 第1期第5-21页。
- [5] 魏杰, 2018, 《防范金融风险, 建设现代化金融体系》, 《政治经济学评论》, 第1期第28-32页。
- [6] 周黎安, 2007, 《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》, 《经济研究》, 第7期第36-50页。
- [7] 周雪光, 2011, 《权威体制与有效治理: 当代中国国家治理的制度逻辑》, 《开放时代》, 第10期第67-85页。
- [8] 荣敬本: 《从压力型体制向民主合作体制的转变: 县乡两级政治体制改革》, 北京: 中央编译出版社, 1998年。
- [9] 金雯雯、杜亚斌, 2013, 《我国信贷是持续顺周期的吗——基于期限结构视角的时变参数研究》, 《当代经济科学》, 第5期第12-19页。
- [10] 张鹏飞, 2011, 《发展中国家政府干预的制度结构》, 《世界经济》, 第11期第28-43页。
- [11] 杨瑞龙等, 2013, 《“准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据》, 《管理世界》, 第3期第23-33页。
- [12] 博·罗斯坦, 2016, 《经济增长与政府质量的中国式悖论——“韦伯式”科层制与中国特色“干部制”》, 《经济社会体制比较》, 第3期第144-152页。
- [13] 张洪辉、王宗军, 2010, 《政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》, 《南开管理评论》, 第3期第101-108页。
- [14] 张军, 2016, 《国有经济的再重组势在必行》, 《学术界》, 第12期第5-12页。
- [15] 白俊、连立帅, 2012, 《信贷资源配置差异: 所有制偏好抑或禀赋差异?》, 《管理世界》, 第8期第30-42页。

- [16] Cull R, Xu L C. Who gets credit? The behavior of bureaucrats and state banks in allocating credit to Chinese state-owned enterprises[J]. Journal of Development Economics, 2003, 71(2):533-559.
- [17] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1):57-116.
- [18] Qian Y, Roland G. Federalism and the Soft Budget Constraint[J]. American Economic Review, 1998, 88(5):1143-1162.

Ownership Discrimination of the Allocation of Credit Resources Under the Pressure of Growth Stabilization

CHEN Ping¹, LIU Ze-yang²

(1.Lingnan College in Sun Yat-sen University, Center for Marine Economics in Sun Yat-sen University, Guangdong Guangzhou 510275; 2. Lingnan College in Sun Yat-sen University, Guangdong Guangzhou 510275)

Abstract: Basing on a stress-transmitting path for central government-local government-state-owned enterprises, the purpose of this paper is to analyze the institutional roots of bank credit ownership preference under the catch-up strategy and reveal the intrinsic logic of the long-term credit of state-owned enterprises that cannot follow the prevailing behavior of bank credit pro-cyclical behavior. It is revealed that with the internal improvement of the leverage ratio of state-owned enterprises and the decreasing trend of investment returns, the systematic financial risks of China will face continuous accumulation and deterioration. Therefore, this paper draws a conclusion that the transformation from the overtaking strategy to the "five in one" overall layout and actively promoting the reform of the mixed ownership of the state-owned enterprises and speeding up the financial structural reform biased by direct financing is the fundamental way to break the periodic accumulation of systemic financial risks in China.

Key words: pressure of growth stabilization; Catching up strategy; State owned enterprise credit; Systemic financial risk

收稿日期: 2017-11-15

基金项目: 资本账户开放进程中利率政策与货币政策的协调——基于 MCI 的分析框架(项目编号 :71473278)

作者简介: 陈平 (1965-), 男, 汉族, 中山大学岭南学院教授, 中山大学海洋经济研究中心主任, 主要从事金融理论与政策、国际经济学与海洋经济研究; 刘泽炀 (1982-), 男, 汉族, 中山大学岭南学院博士生, 主要从事金融理论与政策、银行体系研究。