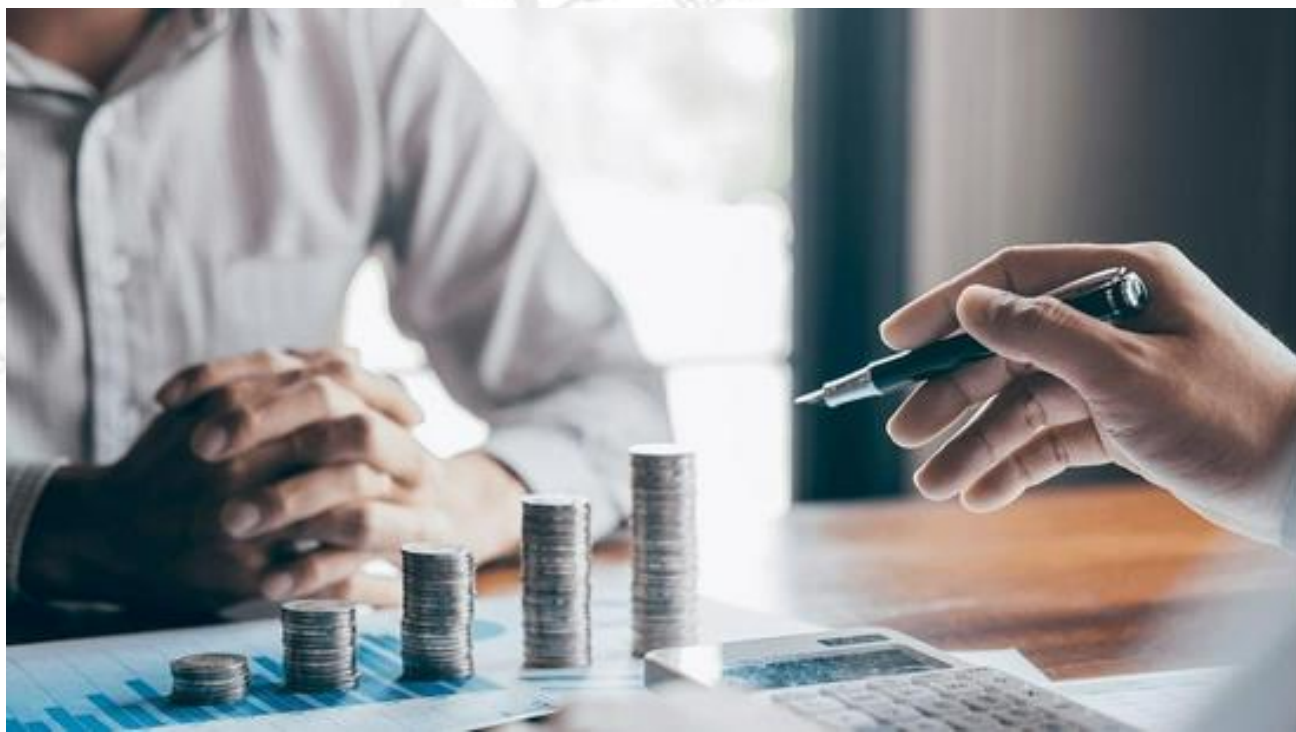




廖群：从两种杠杆率看我国 国家债务水平



文/新浪财经意见领袖专栏作家 廖群



当前研究我国的国家债务水平，即国家债务负担大小的主流依据是国家的债务总额/GDP 比率，本文称为收入杠杆率。以此为衡量依据并进行国际比较导出的主流观点是我国企业部门的债务水平过高，以致国家总体的债务水平较高。

但国家的负债总额/资产总额比率，本文称为资产杠杆率，在国家资产负债表已编制完成、公布并不断完善的今天，也理应成为国家债务水平的衡量依据。

那这两种杠杆率哪个更为合理呢？收入杠杆率和资产杠杆率从不同的视角衡量国家的债务水平，一个是“流量视角”，衡量一国的债务负担相对于该国 GDP 规模的大小；另一个是“存量视角”，衡量一国的债务负担

相对于该国资产规模的大小。应该承认，两种视角均有各自的明显逻辑。但国家债务水平是由各宏观经济部门的债务水平构成的，对不同的经济部门，“流量视角”和“存量视角”的逻辑强度不同：前者对政府和居民部门来说更强，后者对企业部门而言更高。

鉴于企业部门债务水平的重要性和复杂性，有必要对两种杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性作进一步的分析。企业部门收入杠杆率的分子与分母相关度不够高，因而可有多重的经济涵义，而资产杠杆率分子与分母紧密相扣，经济涵义相对单一，确定性地指向债务水平的高低。更为重要的是，企业部门收入杠杆率的高低受多重成因的影响，其中一部分为当然性成因，即具必然性和当前合理性的成因。这些当然性成因必然地推高企业部门的收入杠杆率，但却并不一定意味着企业部门的债务水平上升。因而收入杠杆率会高估企业部门的债务水平。与此相比，资产杠杆率受如此成因的影响要小得多，从而更能真实地反映企业部门债务水平的高低。

根据国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据，2019 年我国的收入杠杆率，国家总体为 247%；政府部门、居民部门和企业部门分别为 39%、56% 和 152%。可见，企业部门的收入杠杆率大大高于政府和居民部门的，尤其是国有企业和部分过度发展行业的更高，从而推高了国家总体的收入杠杆率。国际比较，结合国际清算银行（BIS）的数据，我国的收入杠杆率，国家总体偏高，与发达经济基本持平，但明显高于新兴经济体；政府部门大幅低企，低于所有主要发达经济体和大部分的主要新兴经济体；居民部

门大致居中，持平于发达经济体但高于新兴经济体；企业部门大幅高企，高于所有的主要经济体，无论是发达的还是新兴的，尤其是国有企业和部分过度发展行业高得更多。因此，收入杠杆率的推论是，我国国家债务水平，总体较高，企业部门过高，政府部门和居民部门则分别很低和适中。

为何我国企业部门的收入杠杆率大幅高企？成因很多，一部分为当然性的，一部分为非当然性的。四大当然性成因包括重经济占比大、储蓄率/投资率高、债权融资主导和经济增长预期高。重经济，即具重资产的经济部分占比大，一方面导致融资需求高，重经济本质上需要大规模融资；另一方面使得融资的可获性也高，有重资产作抵押容易获得银行贷款和投资者青睐。储蓄率/投资率高则市场资金充裕，从资金供给上支持重经济的融资需求。债权融资主导意味着大部分的融资为债务融资，必然增大债务需求。经济增长预期高，则企业的债务需求不仅视当前生产增长的资金需要，而且还前瞻性地考虑今后生产增长的资金需要，进一步增强债务需求。四大非当然性成因则为国有企业占比过大、部分行业过度发展和产能过剩、地方政府隐性债务膨胀和市场流动性过剩。必须认识到的是，四大当然性成因反映了现阶段我国经济结构与金融市场的若干本质性特征，由此引起的企业部门收入杠杆率高企是由现阶段我国债务需求的本质所决定的，所以是必然与合理的，并不表明我国企业部门的债务水平过高。与此相比，四大非当然性成因反映当前我国经济结构和金融市场方面的缺陷，由此造成的收入杠杆率高企超出了现阶段我国债务需求的本质性规定，才确实表明我国企业部门的债务水平过高。这就是说，鉴于当然性成因的存在，收

入杠杆率会高估我国企业部门进而国家总体的债务水平。

根据 CNBS 的《中国国家资产负债表 2020》，2019 年我国的资产杠杆率，总体为 2%；政府部门、居民部门和企业部门分别为 18.9%、10.8% 和 60.2%。可见，与收入杠杆率类似，企业部门的大幅高于政府和居民部门的，国有企业和部分过度发展行业的也同样更高。但国际比较，却与收入杠杆率明显不同：国家总体、企业部门和居民部门均偏低；政府部门更大幅低企。所以，资产杠杆率的推论是，我国国家债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低，政府部门更是很低。

为何会产生如此的差异？关键在于企业部门的收入杠杆率和资产杠杆率出现了大幅的背离：国际比较前者大幅高企，后者则不但不高而且偏低。究其原因，在于我国企业的债务总额与 GDP 规模相比很大，导致收入杠杆率高企，但相对于资产总额不大，因而资产杠杆率不高，说明高额债务是由高额资产支撑的。既然如此，如果高额资产是实在的或有质量的，企业部门的债务负担就不大，因而债务水平就不高。同时，导致收入杠杆率高估企业部门债务水平的当然性成因不会推高资产杠杆率，因为这些成因同

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27775

