



张晓晶：中国的债务积累与可持续性



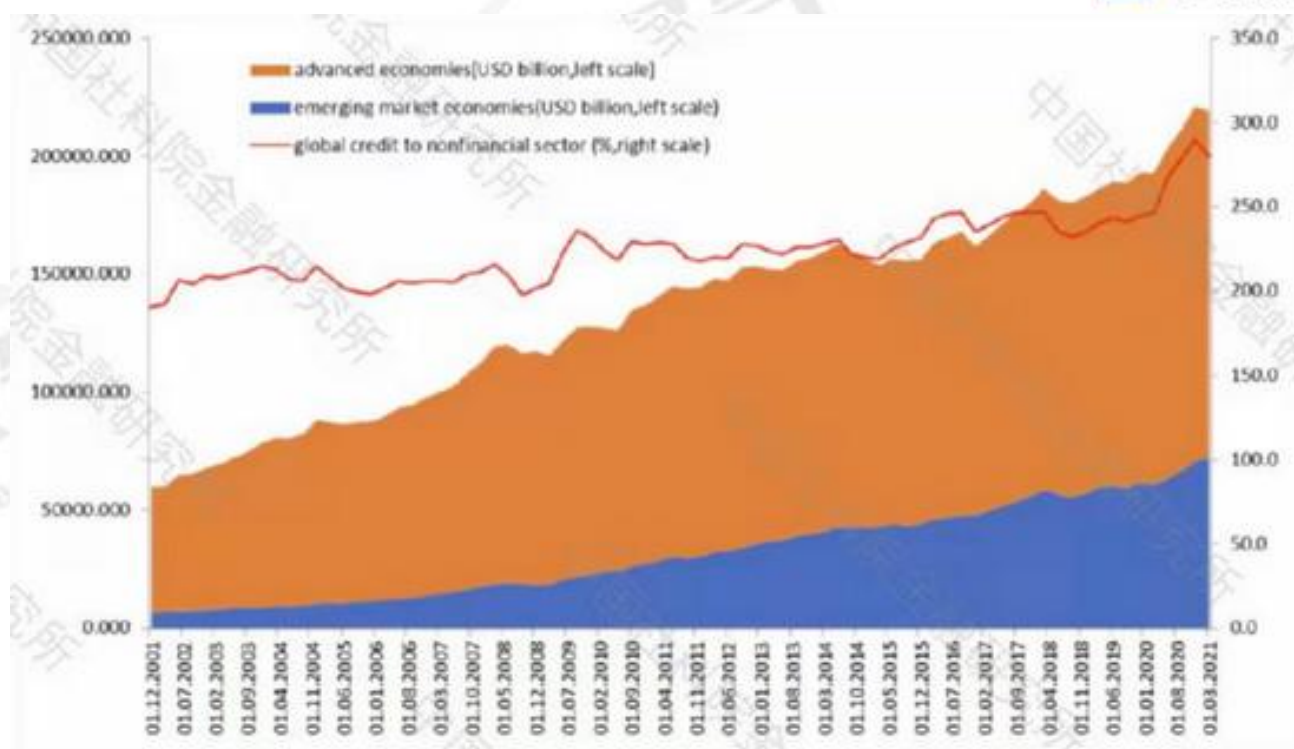
意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者：张晓晶（CF40 成员、社科院金融所所长）



全球债务积累中，发达国家占比 70%，发展中国家占比仅为 30%（见图 1），但大家更担心的似乎是发展中国家的债务风险。其中一个重要原因在于：发展中国家是以外币借外债，而发达国家更多是以本币借外债。

图 1 全球债务增长

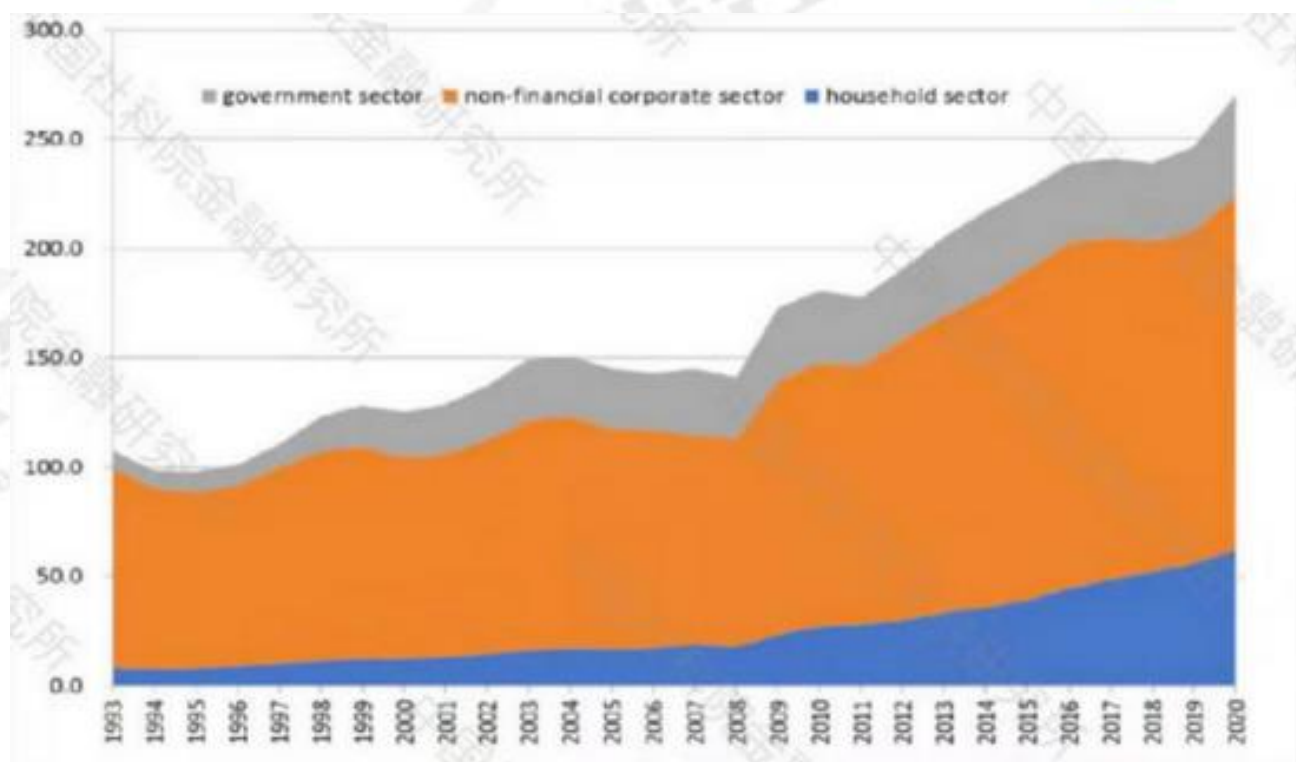


来源：国际清算银行（BIS）

中国的债务结构及债务风险分析

中国的债务积累实际经历了多个周期。2003-2008 年自发去杠杆，债务总量上升较快，但名义 GDP 增长更快；2008 年以后，杠杆率迅速上升；2016-2019 年，政府强制去杠杆发挥了一定作用，出现了稳杠杆；而本次新冠肺炎疫情冲击，又导致 2019 年、2020 年杠杆率迅速攀升，见图 2。

图 2 中国债务积累



来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心（CNBS）

如何看待中国的债务积累？有三个特点值得关注：

第一，中国居民部门债务增速很快，目前杠杆率已经略超德国和日本，处于较高水平。

第二，非金融企业部门杠杆率差不多是全球第一，占GDP比重在160%左右。应该辩证看待中国企业部门的债务问题，因为其中很大一部分属于地方政府融资平台债务。

第三，政府部门显性杠杆率上升相对较慢，占GDP比重约40%-50%。但如果加上政府的隐性债务，政府杠杆率可能会达到90%以上。

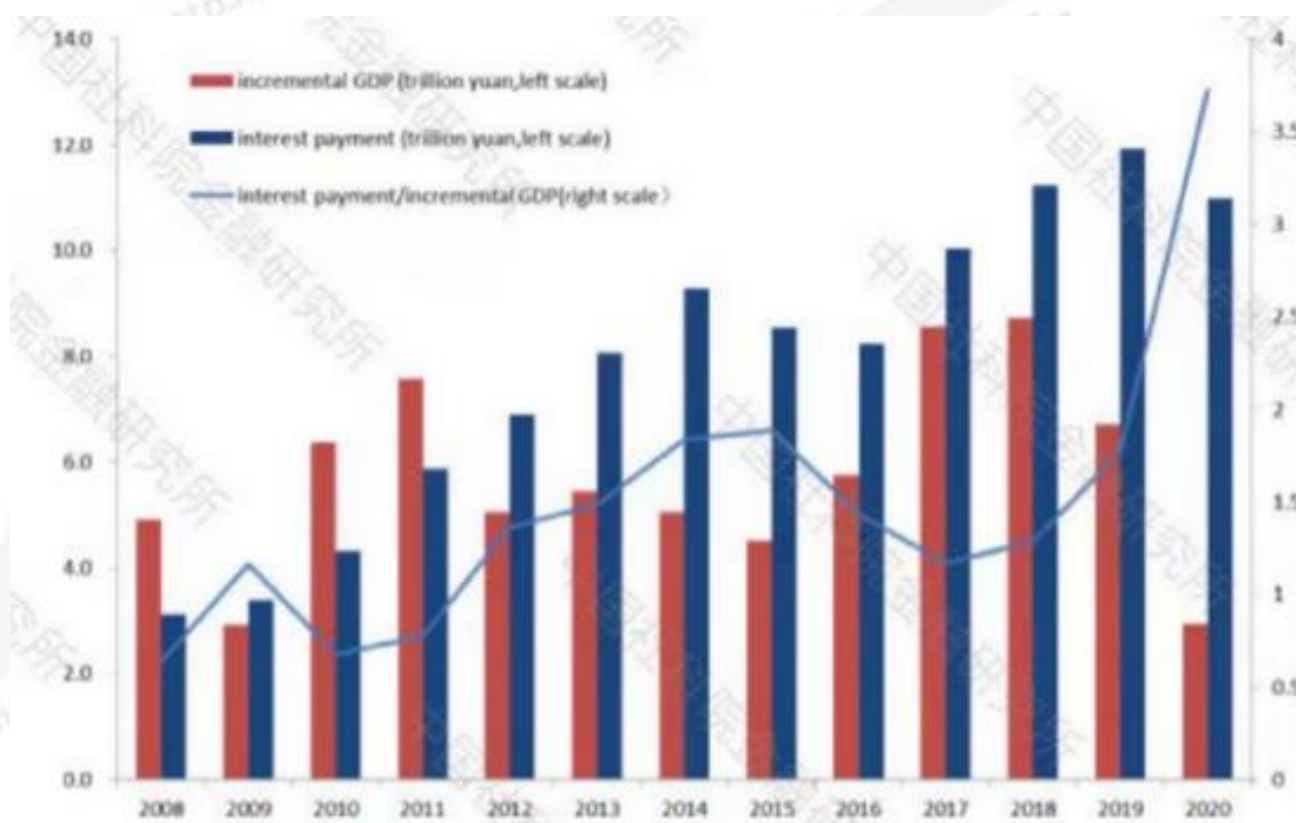
如何看待中国的债务风险？

第一，利率水平相对较高，特别是地方隐性债务成本很高，使得中国的债务利息负担很重。

如图 3 所示，2012 年以来，利息支付已经超过增量 GDP；2015 年利息支付与增量 GDP 之比超过 150%；2015 年以后，在政府去杠杆的努力下，该比例有所下降；但 2019 年再次上升到 200%；2020 年受新冠疫情冲击，该倍数已经接近 400%。

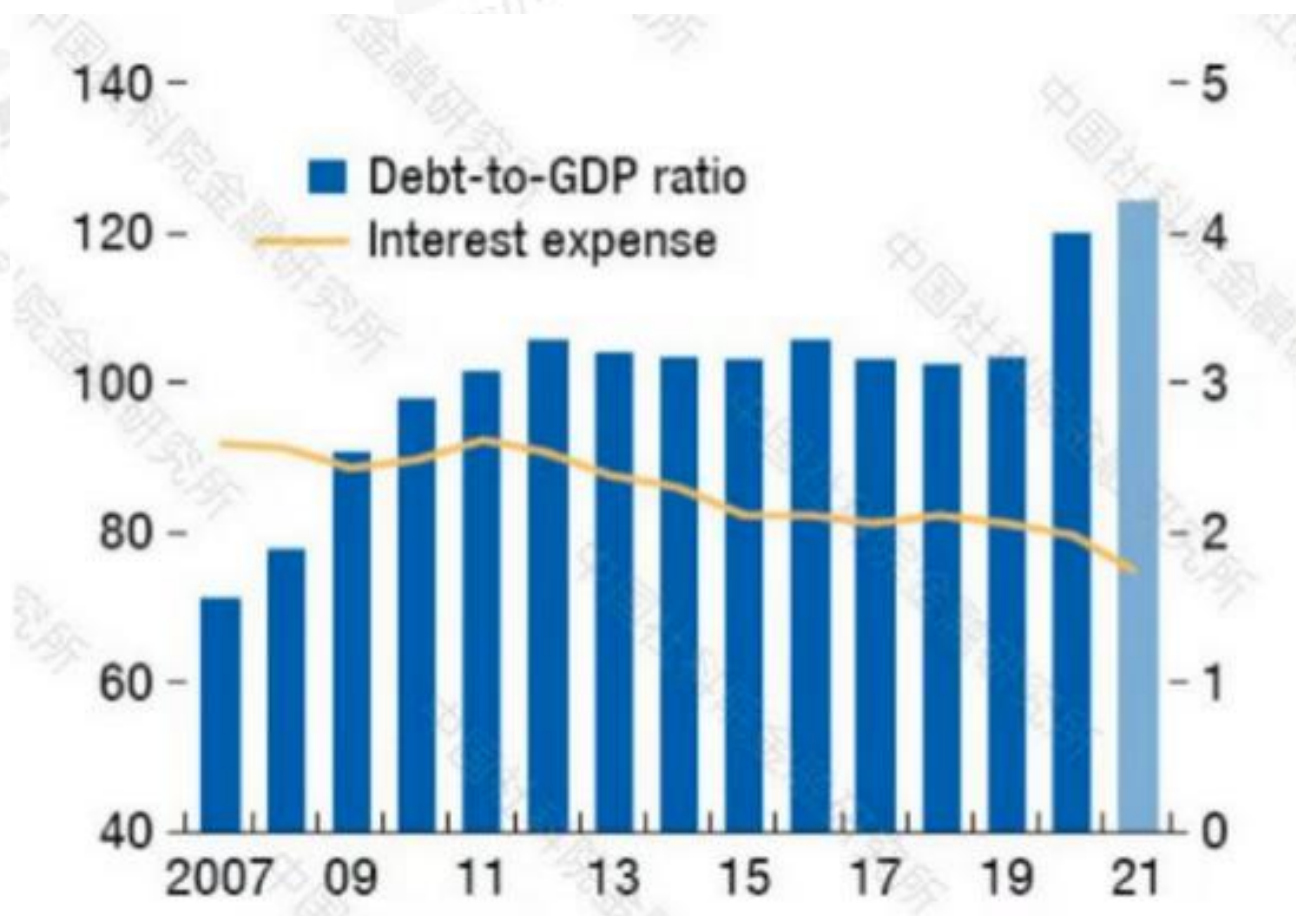
对比图 4 可以看出，发达国家政府债务是不断上升的，但利息支付占 GDP 的比例却是下降的，这反映了发达国家整体利率下滑的趋势。但中国却很难有这种优势。

图 3 利息支付



来源：中国社会科学院国家资产负债表研究中心（CNBS）

图 4 发达国家的政府债务利息支出/GDP（%）



来源：国际货币基金组织（IMF），世界经济展望数据库

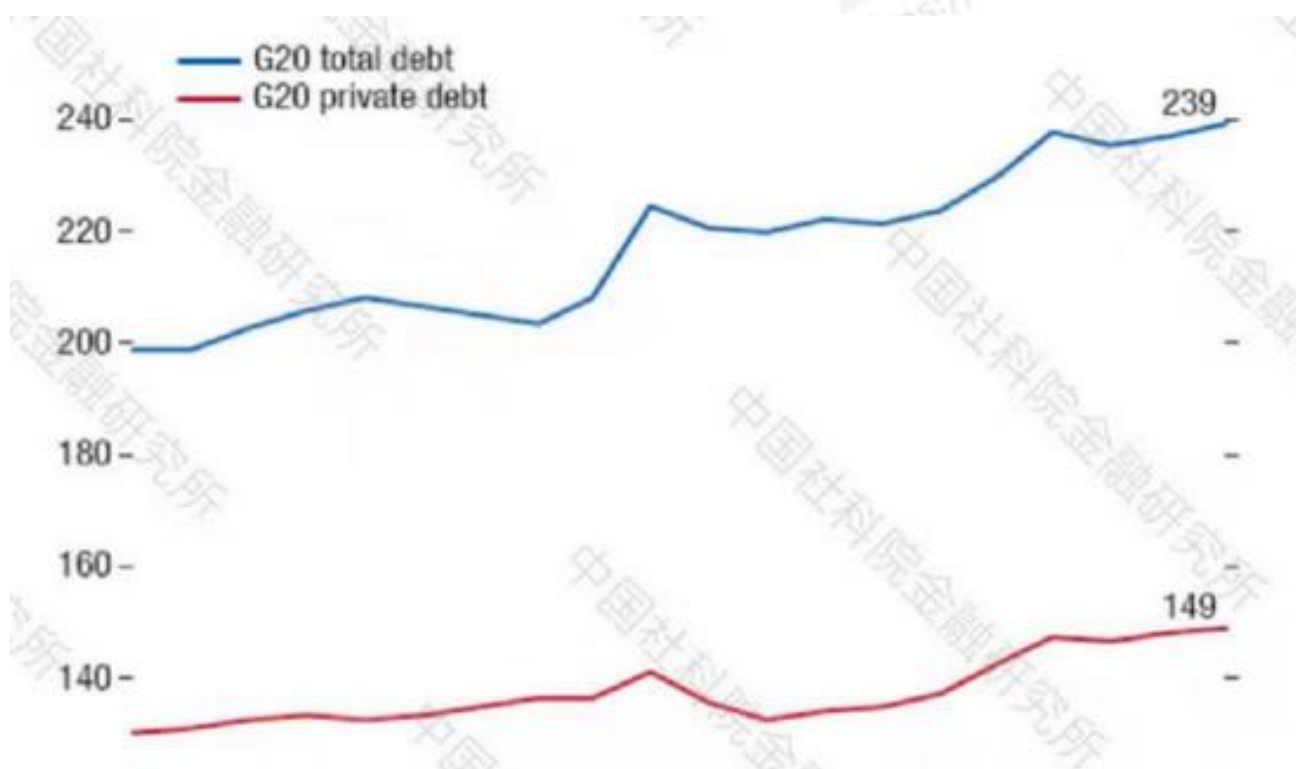
第二，中国的债务风险更多向公共部门集聚。实体经济债务中，企业部门占比约 60%；而企业债中，国企占比 60%-70%，其中平台债又占国企债务的 50%左右。

如果重构债务结构，将其划分为私人部门和公共部门，就会看到私人部门（居民部门加上非国有企业部门）债务占 GDP 比重约为 110%，而公共部门（政府部门加上国有企业）是 160%。也就是说，公共部门杠杆率

远高于私人部门，这是中国杠杆率结构与国外有较大不同的一个现象。

国际对比来看，世界主要国家私人部门债务都远高于公共部门债务（除日本外）。G20 国家总债务占 GDP 的比重是 239%，其中私人部门债务占比 149%，公共部门债务占比仅 80%-90%（图 5），与中国公共部门债务率相差 70-80 个百分点。

图 5 G20 国家公共和私人部门总债务/GDP（%）



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_30290

