



廖群：两种杠杆率的国际比较



文/意见领袖专栏作家 廖群



过去 10 余年来国、内外的分析家们采用债务总额/GDP 比率来衡量我国的国家债务水平，即国家债务负担的大小，并将此与其他国家的这一比率进行比较，从而得出我国的国家债务水平，特别是企业部门的债务水平过高的结论。但我国的国家资产负债表已经编制完成并公布，国家的负债总额/资产总额比率数据已经可获，此比率也理应成为衡量我国国家债务水平的有效和重要指标。

这就产生了我国的上述两种债务杠杆率水平的国际比较，即与外国比较的结果分别如何，两种比较结果的差异对评价我国国家债务水平有何启发的问题。

1. 衡量国家债务水平的两种杠杆率

在衡量一个国家的总体债务水平时，国家债务总额/GDP 比率通常被称为宏观杠杆率，但鉴于 GDP 是国民收入，为表示收入与债务为杠杆的两头之意，本文称之为收入杠杆率；国家的负债总额/资产总额比率不时被称为微观杠杆率，但微观之词用于表述国家债务问题显然不当，又为表示资产与负债为杠杆的两头之意，本文称之为资产杠杆率。

两种杠杆率都可分解为国家各宏观经济部门的相应杠杆率，如企业部门的收入杠杆率（企业部门债务总额/GDP 比率）与资产杠杆率（企业部门的负债总额/资产总额比率）、政府部门的收入杠杆率（政府部门债务总额/GDP 比率）与资产杠杆率（政府部门的负债总额/资产总额比率）、和居民部门的收入杠杆率（居民部门债务总额/GDP 比率）与资产杠杆率（居民部门的负债总额/资产总额比率），用于衡量相应部门的债务水平。

关于数据，收入杠杆率方面，GDP 即为我国国家统计局统计与定期公布的国内生产总值数据，其统计已很成熟并为国内外各机构普遍采用；债务总额，包括国家总体和各宏观经济部门的，采用中国社会科学院国家资产负债表研究中心（以下简称 CNBS）的测算数据。

资产杠杆率方面，负债总额和资产总额均直接取自于 CNBS 公布的 2000-2019 年共 20 年的《中国国家资产负债表》；此表为应用资产杠杆率研究我国的国家债务水平提供了直接数据。

受新冠肺炎疫情的影响，2020 和 2021 年我国 GDP、债务总额、负债总额及资产总额等数据均出现大幅的非正常波动，目前来看 2019 年的

数据更能反映真实的现状，因而本文采用 2019 年的数据进行分析。而且，在进行国际比较时，很多其他国家 2020 与 2021 年的数据尚欠，为进行同时期比较，也以 2019 年数据更为合适。

2. 收入杠杆率水平的国际比较结果

数据显示，2019 年我国的收入杠杆率水平，国际比较，即与世界其他主要经济体比较，总体较高、政府部门明显低企、居民部门大致居中、企业部门显著高企。

总体较高

如下图所示，2019 年我国的总体收入杠杆率为 246.5%，稍低于发达经济体的平均水平，低于日本、英国和美国，与欧元区，但明显高于新兴经济体的平均水平，且高于所有的其他主要新兴经济体。

关于总体收入杠杆率的合理水平，国际上并无一定的标准，应该因国而异。此概念首先是针对发达经济体而提出，而发达经济体总体收入杠杆率的平均水平在 250%左右。

我国尽管已是全球第二大经济体和世界工厂，但我国仍是一个新兴和发展中经济体，人均 GDP 仅为发达经济体平均水平的 1/4 左右，因而我国总体收入杠杆率持平于发达经济体而明显高于其他新兴经济体，国际比较的话应该说处于较高水平。

下图显示我国收入杠杆率分部门的国际比较状况。

政府部门明显低企

2019 年我国的政府部门收入杠杆率为 38.5%，低于所有的主要发达经济体和大多数的主要新兴经济体，比发达经济体平均水平低很多，比新兴经济体平均水平也低不少，国际比较为明显低企。

居民部门大致居中

2019 年我国的居民部门收入杠杆率 56.1%，明显低于大部分的发达经济体和发达经济体平均值，但比大部分的新兴经济体和新兴经济体平均值高，国际比较为大致居中。

企业部门显著高企

2019 年我国的企业部门收入杠杆率高达 151.9%，远高于其他经济体，无论是发达的还是新兴的，国际比较显著高企。这正是市场关注与担忧的焦点。

3. 资产杠杆率水平的国际比较结果

与收入杠杆率明显不同，2019 年，与世界其他主要经济体比较，我国的资产杠杆率总体略低；政府部门显著低企；居民部门较低；企业部门偏低。

总体略低

2019 年我国的总体资产杠杆率为 59.2%，国际比较的话，低于大部

分的其他主要经济体，无论是发达的还是新兴的，仅高于德国、韩国和印度尼西亚，处于略低的水平，如下图所示，与前节所述的总体收入杠杆率水平较高形成明显对比。

关于国家资产杠杆率的合理水平，国际上并没有严格的标准。就单个企业或行业而言，一般认为，资产杠杆率，即资产负债率的适宜范围是40-60%；若20%或以下说明企业净资产很多或资产超过负债很多，安全系数很高但资金利用不够，应考虑融资；若100%或以上表明企业已无净资产或资不抵债，无论是经营者，还是债权人、投资人，都将承担巨大的财务风险；若70%或以上则普遍认为达警戒线，财务将可能出现风险。可见，70%是警戒上线和20%是警戒下线。

评价国家债务水平时可参考此标准，当然只是参考。如参考，我国的59.2%远在70%的警戒上线之下，位于40-60%适宜范围的边缘，应在安全范围。

下图所示为我国资产杠杆率的国际比较结果。

政府部门显著低企

2019年我国政府部门的资产杠杆率仅18.9%，显著低于其他经济体，无论是发达的还是新兴的，如下图所示。值得注意的是，与前节所述的政府部门收入杠杆率明显低于其他经济体相比，资产杠杆率低企的程度更甚。

居民部门较低

主要经济体的居民部门资产负债率大都位于 10-20%之间，我国的 10.8%也在此区间，但在低端，仅高于印度尼西亚，国际比较的结果为较低。

企业部门偏低

与收入杠杆率显著高企截然相反，国际比较，我国企业部门的资产杠杆率处于偏低水平，为 60.2%，低于大部分其他主要经济体，

鉴于这一结果的超预期性和重要性，下面从我国规模以上工业企业和非金融上市公司资产杠杆率的国际比较来对其进行佐证。

2019 年我国规模以上工业企业的平均资产杠杆率为 55.6%，比全球工业企业的平均资产杠杆率中值仅高 2 个百分点左右，说明国际比较不高。同时，2019 年底我国非金融上市公司整体的资产杠杆率为 60.8%，与上述的 60.2%企业部门资产杠杆率水平相差无几。

更值得注意的是下表我国和部分其他主要经济体上市公司的资产杠杆率百分位点分布。可以看出，2019 和 2020 年上市公司资产杠杆率的中位数，我国分别为 41.0%和 41.3%，比美国的 58.0%和 57.6%、德国的 56.3%和 55.1%和日本的 45.9%和 45.8%均低，仅高于英国的 36.7%和 36.4%，说明我国上市公司的债务水平非但不高于反而低于大部分发达经济体。

4. 两种杠杆率的国际比较结果明显不同的原因

总体明显不同

如前所述，我国总体收入杠杆率的国际比较结果是较高，而资产杠杆率的国际比较结果是偏低。为何会出现如此的明显不同？

差异在企业部门

分经济部门来看，我国政府部门收入杠杆率和资产杠杆率的国际比较结果分别为明显低企和显著低企，无大分别；居民部门的收入杠杆率和资产杠杆率的比较结果分别是大致居中和较低，差别也不大。真正的差异在于企业部门的比较结果，收入杠杆率的结果是显著高企，而资产杠杆率的结果是偏低，差异之大令人不得不深思；由此也造成了总体比较结果的明显不同。

问题在于不同的视角-收入偿债视角和资产偿债视角

收入杠杆率高，即债务总额相对于 GDP 高，但资产杠杆率不高，即负债总额相对于资产总额不高，意味着高额负债没有得到收入的足够支持，但却由高额资产所支撑。所以，收入杠杆率和资产杠杆率的国际比较结果之所以产生明显的不同，问题在于前者仅从收入偿债的视角，即只考虑收

入偿债总额与 GDP 之比，而后者则考虑资产总额与负债总额之比

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_38994

