



廖群：衡量国家债务水平的 两种杠杆率及其合理性



文/新浪财经意见领袖专栏作家 廖群



衡量国家债务水平，即国家债务负担的大小，当前学界与市场多采用一国的债务总额/GDP 比率；这一比率就是所谓的宏观杠杆率，而以笔者之见称为收入杠杆率更加合适。其实，随着国家资产负债表的编制完成和逐步完善，一国的负债总额/资产总额比率也理应成为衡量国家债务水平的重要指标；这一比率即所谓的微观杠杆率，而笔者认为称为资产杠杆率更为恰当。值得注意的是，由这两种杠杆率所推出的国家债务水平有时却有很大差异。那么到底哪个更为合理，应以哪个为准呢？有必要进行认真的探讨。

一．两种杠杆率的定义及其称谓

收入杠杆率：债务总额/GDP 比率

债务总额/GDP 比率，鉴于 GDP 是国民收入，旨在衡量相对于国民收入规模的国家债务水平。众所周知，GDP 更为人知的是宏观经济的度量，所以这一比率通常被称为宏观杠杆率，自然有其道理。但笔者认为，为更确切地表达 GDP 的涵义，并与下面定义的资产杠杆率衔接，称为收入杠杆率更为恰当。

一国的收入杠杆率又可分解为该国各宏观经济部门的收入杠杆率，如企业部门收入杠杆率（企业部门债务总额/GDP 比率）、政府部门收入杠杆率（政府部门债务总额/GDP 比率）和居民部门收入杠杆率（居民部门债务总额/GDP 比率），用于衡量相应部门的债务水平。

还可进一步分解为国民经济各行业的收入杠杆率，如房地产行业收入杠杆率（房地产行业债务总额/GDP 比率）、钢铁行业收入杠杆率（钢铁行业债务总额/GDP 比率）、运输与交通行业收入杠杆率（运输与交通行业债务总额/GDP 比率）等。当然，还可再按子行业细分，但与研究国家债务水平的初衷就渐行渐远了。

资产杠杆率：负债总额/资产总额比率

与债务总额/GDP 比率相比，一国的负债总额/资产总额比率，旨在衡量相对于该国资产规模的国家债务水平。实际上，对单个企业或行业而言此比率就是通常所说的资产负债率，因而市场上有时称之为微观杠杆率。

但显然，对研究国家债务水平而言“微观”一词已不适用，称为资产杠杆率既与收入杠杆率相对应表示了资产的杠杆作用，还去除了“微观”之意，更为恰当。

与收入杠杆率一样，国家的资产杠杆率也可分解为各宏观经济部门的资产杠杆率，如企业部门、居民部门和政府部门的资产杠杆率，并可进一步分解为各行业的资产杠杆率。当然，还可按子行业再细分下去，但走得太远就违背了研究国家债务水平的初衷。

应该知晓的是，中国社会科学院国家资产负债表研究中心（CNBS）已完成了我国国家资产负债表的编制并于 2020 年底公布了 2000-2019 年共 20 年的《中国国家资产负债表》，从中可以算出我国总体和各宏观经济部门的资产杠杆率，为应用资产杠杆率研究我国的国家债务水平提供了数据基础。

二．两种杠杆率的不同视角及其逻辑

不同视角 - “流量偿债”与“存量偿债”

显而易见，收入杠杆率和资产杠杆率的分子都是债务规模指标，但分母不同，前者为 GDP，后者为资产总额。

就衡量债务水平而言，如此的分母差别表明两者在偿债依据方面的差异；收入杠杆率衡量的是以收入（GDP）来偿债的负担大小，资产杠杆率衡量的是以资产（资产总额）来偿债的负担大小。其实，收入与资产高度

相关，收入来源于资产，资产产生收入，两者的联系就是资产产出率。由此看来，两者的差别似乎不大，只是采用的指标不同而已。

但应该认识到的是，GDP 是指当年的国民收入，是流量；资产总额是累计的资产余额，是存量。这就产生了视角的不同，即收入杠杆率从“流量偿债”，而资产杠杆率从“存量偿债”的角度来衡量债务水平的高低。

“流量偿债”逻辑性明显

有“流量”，在本文就是有 GDP 或有国民收入，自然就可以偿还国家债务，因而“流量偿债”视角，即以收入杠杆率来衡量国家债务水平有明显的逻辑性。在很多情况下，偿债的主要来源是收入，如居民的债务主要依靠工资收入，政府的债务主要依靠税务收入，外债主要依靠外汇收入来偿还，银行发放贷款时也要考虑借款人的收入状况。这应该是目前国内、外多从“流量偿债”视角以收入杠杆率来衡量国家债务水平的主要原因。

“存量偿债”逻辑性似更显然

有“存量”，在本文就是有国家资产，当然也可以偿还国家债务。首先，“存量”资产会产生“流量”GDP，因而可间接地“流量偿债”；第二，在很多情况下可以说没有“存量”资产就没有“流量”GDP，“存量偿债”是“流量偿债”的根本；第三，“存量”资产还可以通过变现来偿债；第四，“存量”资产比“流量”GDP 规模大得多，偿债更具灵活性和持续性。因而从“存量偿债”视角，即以资产杠杆率来衡量国家债务水

平逻辑性似更显然。

逻辑性的强度视经济部门而不同：“流量偿债”对政府和居民部门更强；“存量偿债”对企业部门更强

总体来说均有明显的逻辑性，但对不同的宏观经济部门而言，逻辑性的强度有所不同，一是取决于收入和资产的相关程度，二要看资产的可变现程度。如果资产与收入高度相关，且变现程度也高，则从“存量偿债”视角就兼顾了收入还债和变现资产还债的两种可能性，因而逻辑性更强；否则“流量偿债”的逻辑性更强。

从此角度分析，政府部门的收入主要来自于税务收入，与政府资产的相关度不高，且政府资产市场化程度低从而可变现程度也不高；居民部门的收入主要是工资收入，财富性收入有限，且作为居民主要资产的房地产出售变现也不易，因而就衡量政府部门和居民部门的债务水平而言，“流量偿债”较之“存量偿债”逻辑性更强。

但就衡量企业部门的债务水平来说，情况将有很大的不同。企业部门的资产与收入有高度的相关性，从资产收益率是考察企业业绩的最重要指标之一就可见一斑，而且企业部门资产的变现程度在资本市场日益发展的今天比政府和居民部门的资产要高得多。这样，企业部门的资产就打通了收入还债和变现资产还债的两大渠道，由此来看从“存量偿债”视角衡量企业部门的债务水平比从“流量偿债”视角有更强的逻辑性。

广为人知的是，对我国来说企业部门的债务水平是主要问题，因而到底应以收入杠杆率还是应以资产杠杆率来衡量企业部门的债务水平事关重大，将决定如何判断我国企业部门进而国家的债务水平。鉴于此，除了上述从“流量偿债”和“存量偿债”视角的逻辑性考察之外，还须对这两种杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性进行更为深入的探讨。

三．以收入杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性 - 不尽合理

从单个企业或行业角度的推论

不难发现，鉴于债务总额与资产总额紧密相关，一国企业部门的收入杠杆率就相当于单个企业或行业的资产产出率或收益率的倒数。但对单个企业或行业来说，资产产出率或收益率一般只当作盈利性指标而非债务水平指标。所以从单个企业或行业的角度来推论，以收入杠杆率来衡量一国企业部门的债务水平不尽合适。

分子与分母相关度不够高，可有多重经济涵义

作为企业收入杠杆率分子与分母的企业部门债务总额和 GDP 的相关

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_28807

