



廖群：我国两种杠杆率的国际比较及其启示



文/意见领袖专栏作家 廖群



近年来我国的国家债务水平，即国家债务负担的大小成为市场关注和研究的焦点。国内外的分析家们大都采用国家的债务总额/国内生产总值（以下称为 GDP）比率来衡量我国的国家债务水平，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，尤其是企业部门的债务水平过高的结论。但随着我国国家资产负债表的编制完成和逐步完善，负债总额/资产总额比率也应成为衡量我国国家债务水平的重要指标。

这就产生了在衡量国家债务水平方面以上两种杠杆率的合理性分别怎样，我国两种杠杆率的水平与他国比较分别如何，与两种杠杆率水平的比较结果对评价我国国家债务水平有何启示的问题。

笔者前一段时间已发表文章对第一个问题进行了理论性质的探讨，本

文使用数据讨论后面两个问题。

1. 衡量国家债务水平的两种杠杆率：收入杠杆率和资产杠杆率

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；负债总额/资产总额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。

显然，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来偿债的负担大小。

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，此数据与国际清算银行的测算结果有所不同，但差别不大。就两者的统计口径而言，居民部门的基本相同，企业部门和政府部门有所不同，主要在于地方政府隐性债务的归属，前者大部分归于企业部门，后者大部分归于政府部门。

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数据基础。

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. 我国收入杠杆率水平的国际比较

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。

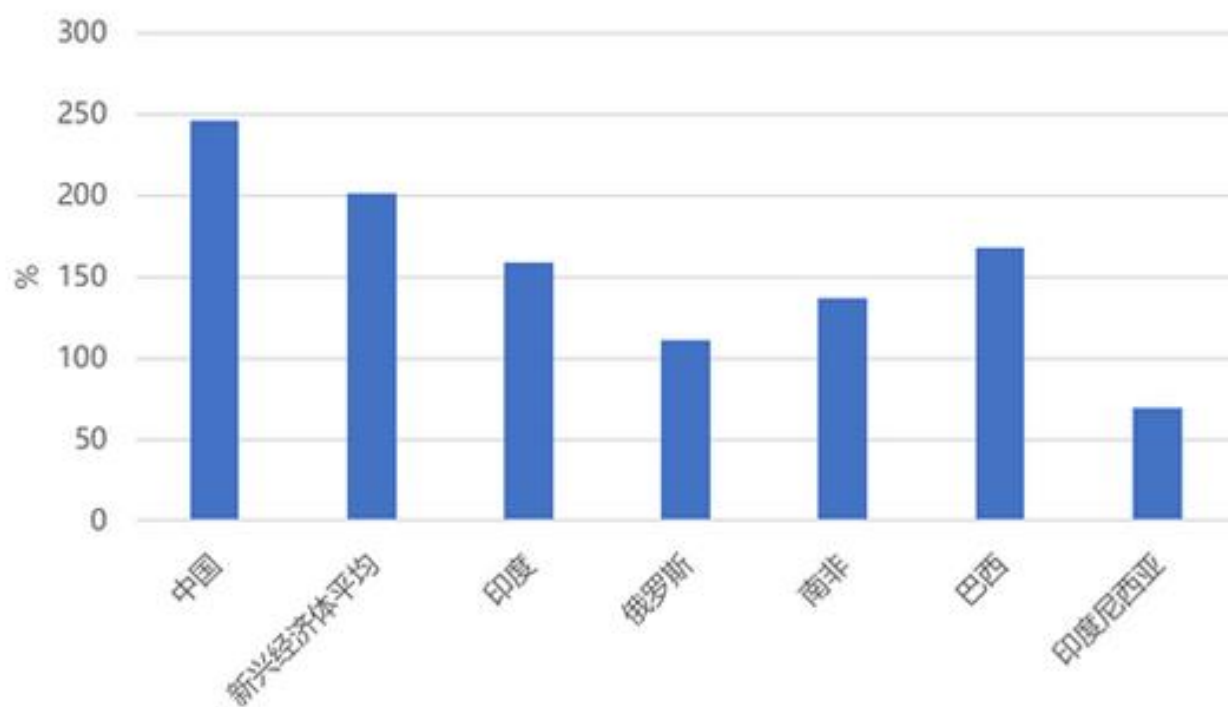
总体较高

以下两图分别为 2019 年我国总体收入杠杆率与主要发达经济体和其

他主要新兴经济体总体收入杠杆率的比较。



2019年我国与其他主要新兴经济体总体收入杠杆率的国际比较



数据来源：中国国家资产负债表研究中心，国际清算银行

比较表明，2019年我国的总体收入杠杆率为246.5%，略低于发达经济体的平均水平，低于日本、英国和美国，与欧元区和意大利基本持平，高于德国和韩国，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。

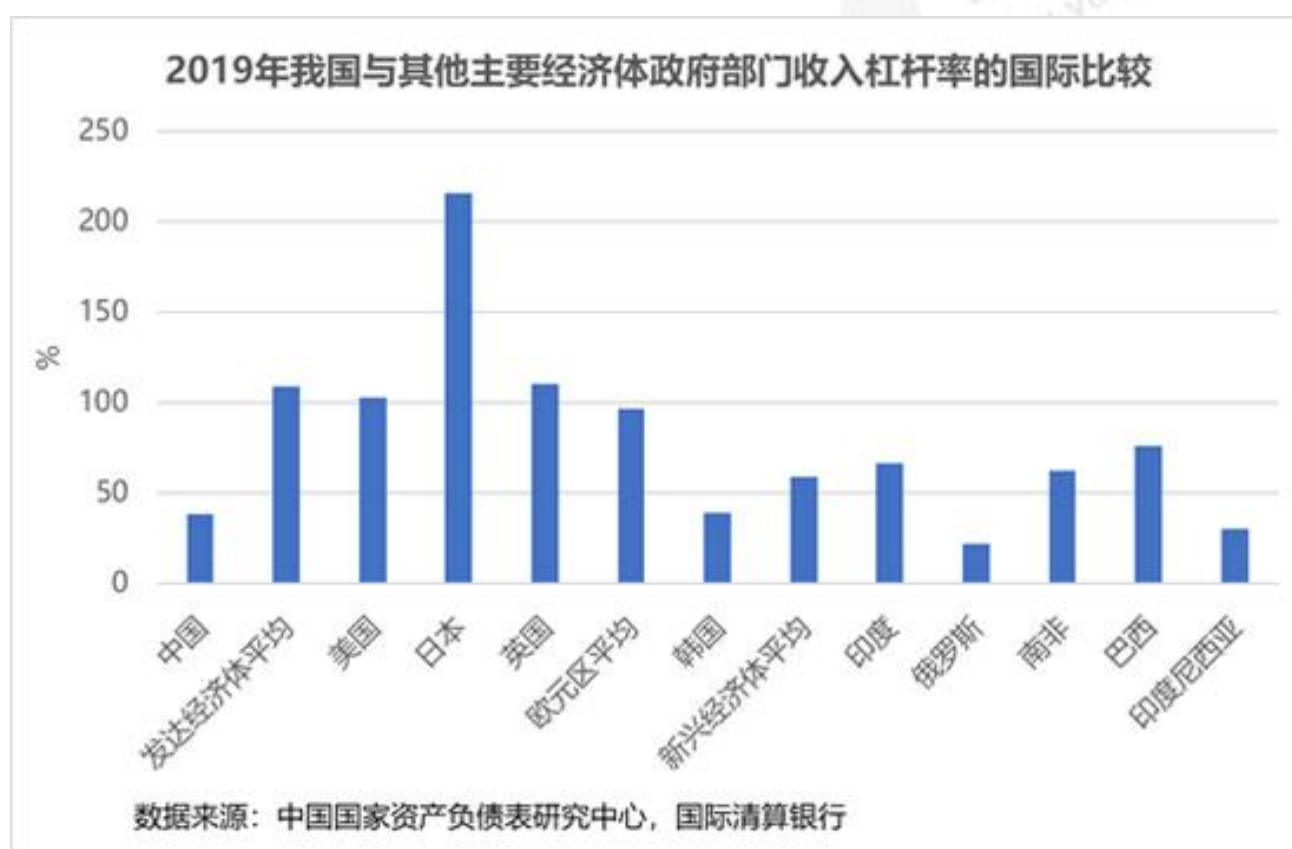
关于总体收入杠杆率的合理水平，国际上并无一定的标准，应该因国而异。此概念首先是针对发达经济体而提出，而发达经济体总体收入杠杆率的平均水平在250%左右。

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。

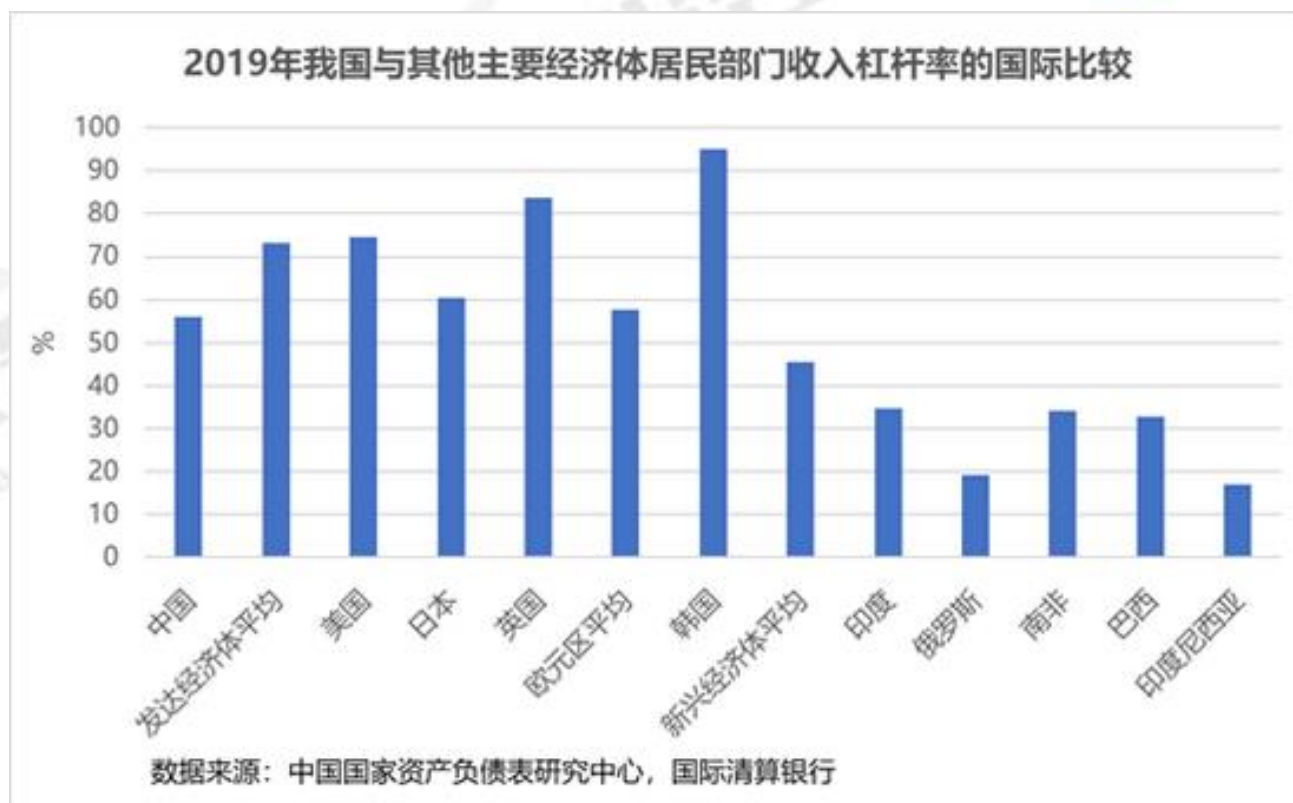
政府部门明显低企

下图显示，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，如下图所示。



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。这也正是市场关注与担忧的焦点。

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_30725

