



廖群：我国宏观杠杆率高企的当然性成因及其启示





去年 12 月上旬召开的中央经济工作会议给出了宏观经济政策基调调整的重要信号，罕见地提出“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任”和“政策发力适当靠前”，并把过去此年会和其他政策文件中“保持宏观杠杆率基本稳定”的提法删掉了。

这些信号意味着：1) 我国宏观经济政策的首要目标将重新定位于促增长或稳增长；前些年将经济增长与经济质量对立起来从而淡化甚至贬损经济增长的社会观念将得到纠正；2) 宏观经济政策的导向将从前些年的从紧转向从松，或从偏紧转向偏松；值得一提的是中财办副主任韩文秀在解读会议精神时特地说道“慎重出台有收缩效应的政策”，3) 关于宏观杠杆率的新政策导向是，不必再降，有需要可续升；人行 2021 年前三季度货币

政策报告就已删掉了“不搞大水漫灌”和“管好货币总闸门”的提法，并于四季度全面降准。

这一政策基调调整，笔者认为非常正确与及时，也是笔者多年来一直呼吁的。就 3) 而言，我院（中国人民大学重阳金融研究院）于去年 9 月已发布报告指出宏观杠杆率高估了我国企业部门与总体的债务水平；本文将通过对我国企业部门宏观杠杆率高企的当然性成因进行解析来论证这一观点，以呼应宏观杠杆率不必再降的新政策导向。

我国宏观杠杆率的国际比较及其结论

一个国家的宏观杠杆率，即该国的债务总额/GDP 比率，旨在衡量该国相对于国民收入规模的国家债务水平，即国家债务负担的大小。

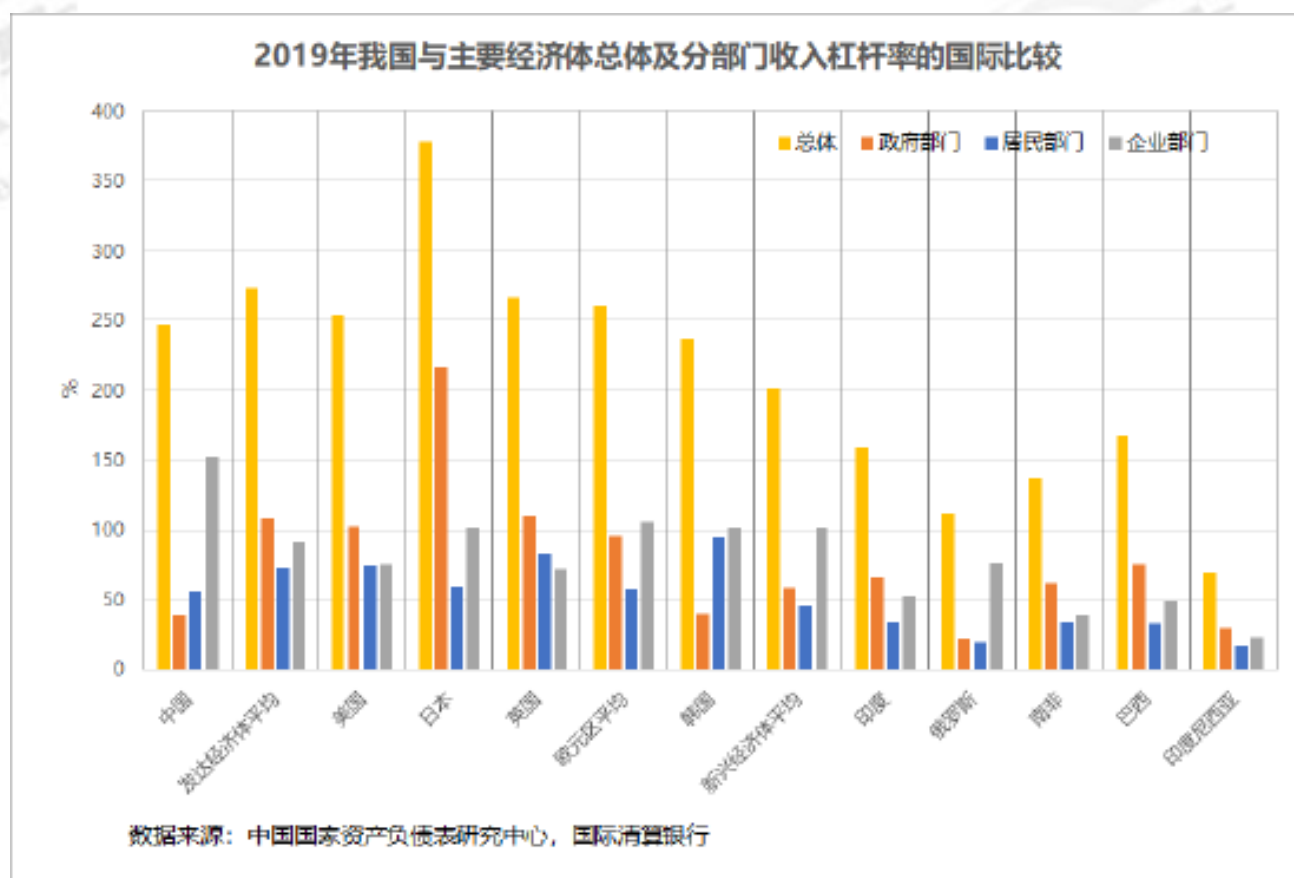
国家的宏观杠杆率又可分解为该国各经济部门的宏观杠杆率，如企业部门的宏观杠杆率（企业部门债务总额/GDP 比率）、政府部门的宏观杠杆率（政府部门债务总额/GDP 比率）和居民部门的宏观杠杆率（居民部门债务总额/GDP 比率），用于衡量相应部门的债务水平。

受新冠肺炎疫情的影响，2020 和 2021 年我国及他国的 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，因而本文采用 2019 年的数据进行国际比较分析。

总体较高

如下图所示，2019 年我国的总体宏观杠杆率水平为 246.5%，稍低于

发达经济体平均，低于日本、英国和美国，与欧元区平均持平，但明显高于新兴经济体平均，且高于所有的其他主要新兴经济体。鉴于我国仍是一个新兴和发展中经济体，国际比较，总体宏观杠杆率处于较高水平。



政府部门低企

政府部门的宏观杠杆率为 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，比发达经济体平均低很多，比新兴经济体平均也低不少，国际比较低企。

居民部门居中

居民部门的宏观杠杆率 56.1%，明显低于大部分的发达经济体和发达

经济体平均，但比大部分的新兴经济体和新兴经济体平均高，国际比较大致居中。

企业部门高企

企业部门的宏观杠杆率高达 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。

国际比较的主流结论

基于以上的国际比较，市场主流观点得出我国企业部门的债务水平过高，总体债务水平较高的结论。

企业部门宏观杠杆率高企的成因

国际比较的结论可靠与否取决于成因

那问题是，上述国际比较的结论可靠吗？关键在于，我国企业部门的宏观杠杆率高于其他国家，就一定说明我国企业部门的债务水平高于其他国家吗？

要回答此问题，关键在于搞清楚我国企业部门的宏观杠杆率为何高企，因而有必要深入分析这一杠杆率高企的成因。

成因有当然性与非当然性之分

应该认识到，作为企业部门宏观杠杆率的分子和分母的企业部门债务

总额和 GDP 之间的相关度不够高。首先，一是存量，一是流量， 不相匹配；第二，一是债务，一是国民收入，不直接相联；第三，一是企业部门，一是经济整体，涵盖范围不同；第四，一来自金融统计系统，一取于国民经济统计系统，数据来源有别。

一个比率的分子和分母相关度不高，则两者之间有很大的过渡空间，其中载有很多影响两者比率的重要因素，使得比率的涵义不确定并容易发生变化。

就宏观杠杆率衡量企业部门债务水平而言，分子企业部门债务总额和分母 GDP 之间的相关度不高，则有很多影响因素可能导致衡量结果的失真。

关键在于，在这些影响因素中，一部分是当然地，另一部分则是非当然地导致企业宏观杠杆率高企。因而企业宏观杠杆率高企的成因，一部分是当然性的，另一部分是非当然性的。

当然性包括必然性和当前合理性，必然且当前合理的成因就是当然性成因；非当然性指非必然或当前不合理的，非必然的或当前不合理的成因是非当然性成因。

我国企业宏观杠杆率高企的当然性成因和非当然性成因

如此当然性和非当然性成因的多少和构成，因国而异，与一国的经济结构和金融市场基本面高度相关。

就我国企业部门而言，当然性成因主要为重经济占比大、储蓄率/投资

率高、债券融资主导和经济增长预期高等四大因素，本文之称为四大当然性成因；非当然性成因则包括国企占比国大、部分行业过度发展、地方政府隐形债务与流动性过剩等。

四大当然性成因解析

鉴于当然性成因对解释企业宏观杠杆率高企的特殊作用，以下对四大当然性成因进行详细的分析。

当然性成因 1： 重经济占比大

参考以前重工业和轻工业的分类，可将整个国民经济划分为重经济和轻经济。所谓重经济，就是具重资产的经济；相应地，轻经济为具轻资产的经济。

重经济行业是哪些呢？如下表所示。

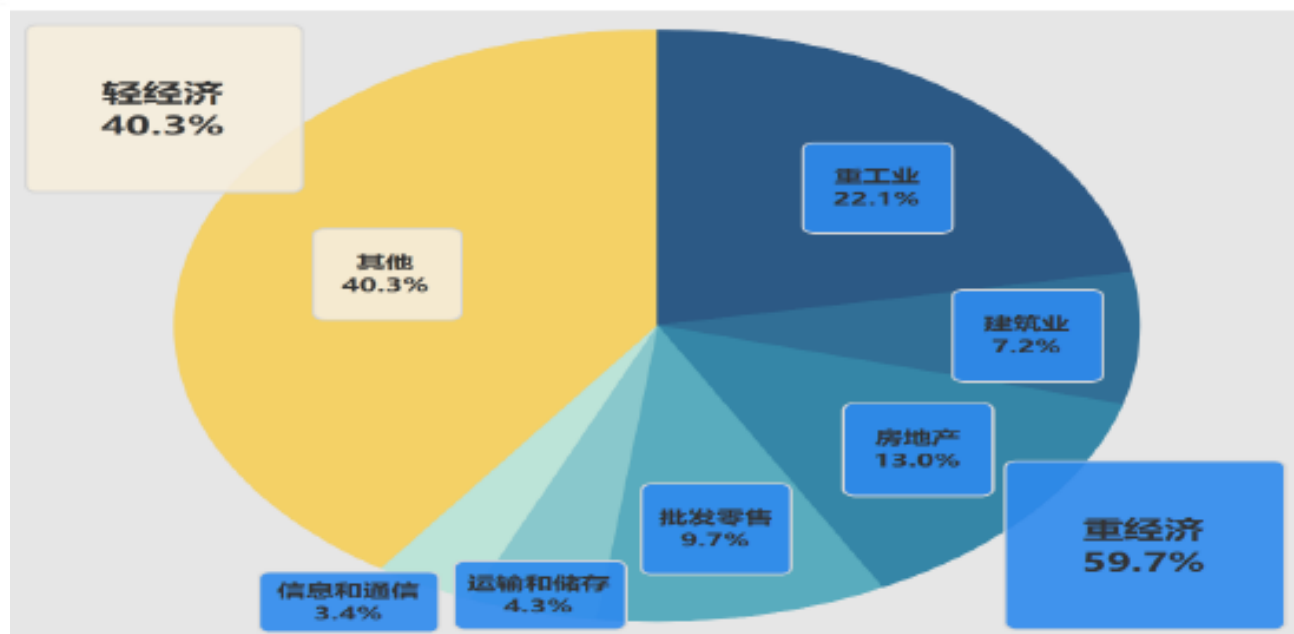
我国重、轻经济的行业划分	
重经济行业	重工业行业：石油、天然气、煤炭、金属矿、非金属矿的开采、木材采伐；黑色和有色冶炼及加工、炼焦及焦炭、化学、化工原料、水泥、人造板、电力、石油和煤炭加工、玻璃纤维原料、锯材及人造板；机械制造、电子、化肥、农药、金属结构、水泥制品、其他建筑材料 建筑业 重服务行业：房地产业、交通运输、仓储和邮政业、信息与通信业、批发零售及机车修理、水利、环境和公共设施管理业
轻经济行业	农林牧渔业、轻工业行业、重服务行业以外的大部分服务行业

资料来源：人大重阳

那我国的重、轻经济之比是多高呢？在重、轻工业之比 2012 年的 7:

3 水平不变 (2012 年停止统计) 的假设和 GDP 中房产业权 (Ownership of Premises) 的计算方法从成本法转为国际通用的市场房租法的调整下 (详见人大重阳《不可高估 - 从两种杠杆率看我国的债务水平》报告), 根据国家统计局的行业数据, 我国重、轻经济各行业的占比估算如下图所示, 结果是重经济占 60%, 轻经济占 40%。

2019年我国重、轻经济行业占比估算



数据来源：国家统计局、人大重阳

下图为对 2019 年主要发达经济体重经济占比的估算, 表明除日本 50.4%外都在 50%以下。与之相比, 我国重经济占比大是非常显然的。

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_35547

