



廖群：2022年相比债务规模更应关注资产质量



文/意见领袖专栏作家 廖群





当前主流观点根据宏观杠杆率的国际比较结果，得出我国企业部门债务水平过高进而总体债务水平较高的结论，高估了我国企业部门与总体债务的真实水平。高估的原因就是忽视了我国企业部门的高额资产。

来源 | 《当代金融家》杂志 2022 年第 1 期

过去 10 余年来，我国的国家债务水平（国家债务的相对规模）成为政府和市场共同关注的焦点之一。分析人士大多根据我国的宏观杠杆率（债务总额/GDP 的比率）与其他国家比较，得出我国的国家债务水平较高、特别是企业部门的债务水平过高的结论。但是，如果采用微观杠杆率（负债总额/资产总额的比率）与其他国家比较，得出的结论却是，我国的国家

债务水平，包括企业部门的债务水平，不但不高反而较低。

后者的结论为何与前者明显不同，主要原因在于资产的作用，而资产作用的合理性又取决于资产质量。所以，资产质量比债务规模更加重要，而资产质量从根本上说是不良资产的问题，因而对我国而言需要摸清真实的不良资产率。

本文首先描述我国上述两种杠杆率与其他国家的比较结果如何不同，接着分析不同结果产生的原因，然后指出资产质量即不良资产率是关键，最后就大范围排查我国企业的不良资产提出建议。

1

两种杠杆率的不同国际比较结果

宏观杠杆率和微观杠杆率都可分解为国家各宏观经济部门的杠杆率，如企业部门的宏观杠杆率（企业部门债务总额/GDP 比率）与微观杠杆率（企业部门的负债总额/资产总额比率）、政府部门的宏观杠杆率（政府部门债务总额/GDP 比率）与微观杠杆率（政府部门的负债总额/资产总额比率）、和居民部门的宏观杠杆率（居民部门债务总额/GDP 比率）与微观杠杆率（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。

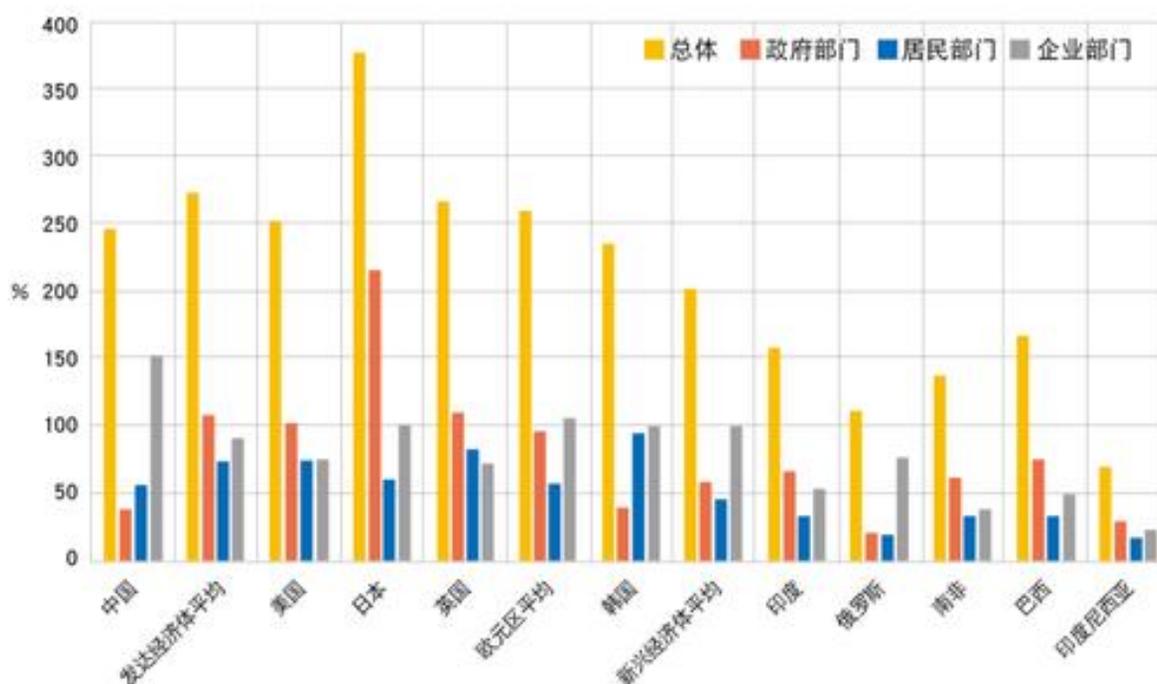
关于数据，GDP 即为我国国家统计局定期公布的国内生产总值数据，债务总额、负债总额和资产总额，包括国家总体和各宏观经济部门的，均

采用中国社会科学院国家资产负债表研究中心的测算数据。受新冠肺炎疫情的影响，2020年和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，很多国家2020年与2021年的数据尚欠，为进行同时期比较，也采用了2019年数据。

宏观杠杆率水平的国际比较结果

总体较高：如图1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水平，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，我国的总体宏观杠杆率国际比较处于较高水平。

图 1 2019 年我国与主要经济体总体及分部门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。

政府部门明显低企：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，国际比较明显低企。

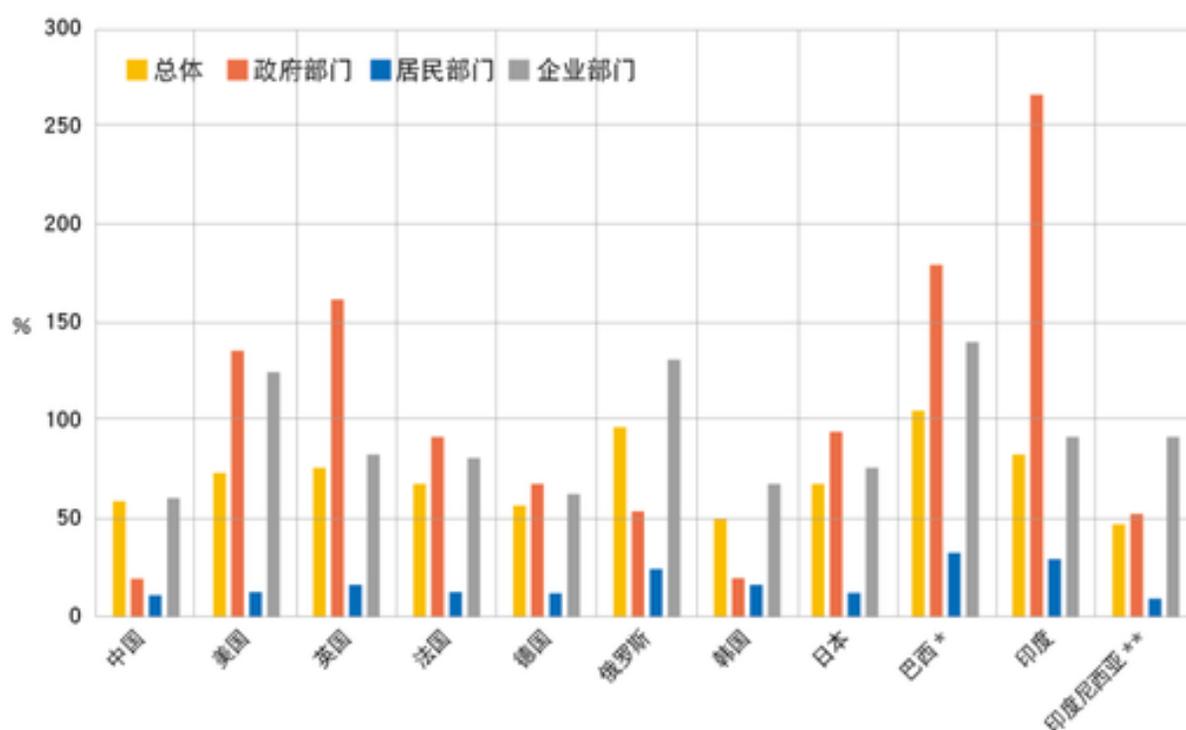
居民部门大致居中：居民部门的宏观杠杆率 56.1%，明显低于大部分的发达经济体和发达经济体平均，但比大部分的新兴经济体和新兴经济体平均高，国际比较大致居中。

企业部门显著高企：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。这正是市场关注与担忧的焦点。

微观杠杆率水平的国际比较结果

总体较低：如图 2 所示，2019 年我国的总体微观杠杆率为 59.2%，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，国际比较处于较低水平，与上述总体宏观杠杆率水平处于较高水平明显不同。

图 2 2019 年我国与主要经济体总体及分部门资产杠杆率的国际比较



数据来源：各国国家资产负债表。* 为 2018 年数据，** 为 2016 年数据。

政府部门显著低企：政府部门的微观杠杆率仅 18.9%，显著低于其他经济体，无论是发达的还是新兴的。与上述的政府部门宏观杠杆率明显低于其他经济体相比，微观杠杆率低企的程度更甚。

居民部门较低：居民部门的微观杠杆率 10.8%，位于各主要经济体水平的低端，仅高于印度尼西亚，国际比较为较低。

企业部门偏低：企业部门的微观杠杆率 60.2%，低于大部分其他主要经济体，与德国和韩国相若，国际比较偏低，和宏观杠杆率显著高企截然不同。

鉴于企业部门偏低这一结果的超预期性和重要性，作为佐证，2019 年我国规模以上工业企业整体的微观杠杆率为 55.6%，与全球工业企业整体相若；2019 年我国非金融上市公司整体的微观杠杆率为 60.8%，与上述企业部门的 60.2% 相差无几；2020 年我国上市公司微观杠杆率的中位数为 41.3%，比美国的 57.6%、德国的 55.1% 和日本的 45.8% 均低，仅高于英国的 36.4%。

虽然我国部分企业的微观杠杆率较高，如国有企业略高于 60%，尤其是大型国有企业更高一些，房地产、钢铁、煤炭及建筑装饰等行业的企业也超过 60%，房地产企业更超过 70%，值得担忧。但企业部门整体的微观杠杆率水平确实不高。

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_37928

