

中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究

中国人民银行杠杆率研究课题组^①

摘要：近年来，有关我国经济杠杆率高低的讨论非常激烈。有学者运用一些基于经验总结的判断标准，认为当前我国经济已处于高杠杆区间，存在着较大的潜在风险。本文在梳理国内外有关研究成果的基础上，对我国经济的杠杆率进行了评估和结构分析。分析结果表明，当前我国经济的杠杆率水平总体可控。当前的最大风险不是杠杆率的绝对水平，而是地方政府和非金融企业杠杆率较高的结构性风险，以及经济增速逐渐下行所可能引发的债务偿还风险。当前我国不宜实施过急的去杠杆行为，而应该用好、用活目前仍然存在的杠杆率空间，优化债务结构，在经济增长过程中逐步降低杠杆率水平。

关键词：杠杆率；债务风险；资产负债表

一、引言

在微观上，杠杆率是指经济主体（企业或家庭）通过负债实现以较小的资本金控制较大的资产规模的比例。在统计上，负债与股权之比、资产与股东权益之比、资产与负债之比，以及上述指标的倒数，都可用于衡量杠杆率。在宏观上，由于经常缺少某一部门（居民部门、非金融企业部门、金融部门、政府部门等）完整的资产负债表，导致具体数值难以计算，需要考虑其他指标作为替代。Dalio（2013）认为，杠杆率是负债与收入的比例。宏观经济的杠杆率可以用负债与国民收入的比例来衡量。相应地，杠杆化和去杠杆就是债务扩大和缩减债务的过程。国内对杠杆率的研究也不少，绝大部分学者与 Dalio（2013）的思路类似，将杠杆率等同于债务率。在实际计算中，国内学者黄志龙（2013）、张莱楠（2013）等，以负债与 GDP 的比例来衡量杠杆率，即将国民收入换为 GDP。

在杠杆率高低的判断上，当前国内外研究中，多是把已发生经济危机的国家的杠杆率或

^① 课题组长：徐诺金，中国人民银行调查统计司；姜再勇，中国人民银行营业管理部。课题组成员：林晓东、蒋湘伶、秦栋、贺杰、马冰、王芳。作者感谢审稿人意见，文责自负。作者感谢匿名审稿人的评审意见，文责自负。

者 OECD 国家的平均杠杆率作为评定其他国家杠杆率的标准。杠杆率的升高一度被认为是简单而又经得住考验的金融危机领先指标。Reinhart 和 Rogoff (2010) 对基于 44 个国家、时间跨度大约 200 年的数据进行研究, 提出了“90、60”标准, 即: 发达经济体和新兴市场经济体都存在相似的“公共债务阈值”, 即在“正常债务水平”时(公共债务占 GDP 的比重低于 90%), 政府债务与 GDP 实际增长率之间表现为弱相关关系; 当公共债务占 GDP 的比重超过 90% 时, 每增长一个百分点, GDP 实际增长率的中值大致下降一个百分点, 平均增长率的降幅会下降更多。同时, Reinhart 和 Rogoff (2010) 还指出, 外债阈值(警戒值) 低于整体公共债务水平的阈值, 外债规模占 GDP 的比重超过 60% 的国家, 经济增长会出现明显恶化; 而这一比重超过 90% 的国家, 经济大多出现衰退。

对杠杆率适度性的判断, 不仅要参考杠杆率绝对值的水平, 还要参考杠杆率的动态变化。高而稳定的杠杆率水平并不意味着高风险, 而快速增长的杠杆率则应该引起投资者和监管者的注意。如“5—30 规则”认为, 在 5 年的时间内, 以国内信贷规模与一国 GDP 之比(DCG) 为代表的杠杆水平增长幅度超过 30 个百分点, 之后该国就会迎来一轮金融危机。“5—30 规则”的典型案例有: 1985—1989 年期间的日本经济; 2006—2010 年期间的欧洲经济; 1995—1999 年和 2003—2007 年期间的美国经济。

同时, 衡量杠杆率的适度性还要考虑经济增长速度。针对全球金融危机的研究指出, 在危机发生的前 5 年, 多数国家出现过经济增速持续下滑的现象。Bordo 和 Eichengreen (1999) 的研究发现, 从金融危机爆发前 5 年到金融危机爆发, 真实 GDP 增长率平均下降幅度大概在 2%—4% 之间。苗永旺和王亮亮(2009) 指出, 不管发达国家还是发展中国家, 在金融危机爆发前 3—4 年, 人均实际 GDP 开始下降, 达到谷底后两年左右开始复苏。

上述研究丰富了人们对杠杆率的理解, 但这些理论在数据实证上仍不够充分, 在实际应用中也常有偏差。因此要想从理论上和实际应用中提出一个判断杠杆率高低适度性的指标, 上述成果仍然有待完善。一是杠杆率高低的判断标准, 要从静态和动态结合起来看。静态要考虑绝对水平的高低, 动态要考虑杠杆率的利用效率。二是杠杆率本身作为一个经济指标, 存在着明显的缺陷, 其在计算过程中没有区分虚拟经济资产和实体经济资产, 没有考虑各种资产的配置结构, 只是通过数值简单比较杠杆率的高低, 很容易产生误导。三是杠杆率的快速升高和经济危机之间的因果关系未加以辨析。如对那些既存在经济危机之因, 又存在经济危机之果的杠杆率变动, 其治理杠杆率也应该加以区别对待。四是各国经济的产业结构差异巨大, 各个国家杠杆率升高的主导经济部门不同, 甚至在不同时期同一国家杠杆率升高的主导经济部门也会有所不同, 因此治理高杠杆率不能“一药治百病”。

二、杠杆率的评估思路

在对现有杠杆率理论做出进一步研究和分析后,本文认为,对一国杠杆率适度性的分析要结合各国经济发展阶段、经济结构差异及增长潜力。宏观经济平衡的基本条件是投资等于储蓄,即 $I=S$ 。若 $I<S$,则处于净储蓄状态,对外表现为净债权;反之则是净投资状态,对外表现为净负债。评估一国的杠杆率要充分考虑这些因素。在考察杠杆率静态水平的同时,还要重点关注其债务资金的利用结构和利用效率。

一是从静态来看,要考虑该国的经济结构,包括国民收入状况、对外净负债状况、储蓄与投资的平衡情况等。例如,内债的安全性高于外债,典型的对照是日本和欧债危机的重债国。日本中央政府负债占 GDP 的比重远超希腊、西班牙等国,但由于日本政府债券主要由国内部门持有,日本国内储蓄率较高,因此没有发生债务危机。国际社会也普遍认为日本国债安全性远高于希腊、西班牙等国。再如,净储蓄国家可以容忍也应当保持较高的杠杆率。净储蓄即储蓄大于投资,要实现经济结构平衡,需要加大投资力度,从而可能导致杠杆率的上升。同时,净储蓄国家的产出大于国内投资和消费需求,偿债能力较强,债务安全性较高。

二是从动态来看,要考虑该国杠杆率水平的发展趋势及利用效率。判断一国杠杆率是否合理、是否安全,不仅要看该国当前的杠杆率水平,还要分析杠杆率增长与经济增长是否同步,经济增长能否覆盖债务成本的增长。通过借债即提高杠杆率去发展经济,最基本的条件是借债成本要小于资金投入产出的效益。从微观来看,即边际成本要小于边际收益;从宏观来看,即债务成本要小于经济增速。因此,杠杆率的发展趋势从根本上取决于经济增长的速度和可持续性。较高的、可持续的经济增长速度可以带来收入、资本、净资产的持续快速增长,能有效稀释杠杆率,化解债务风险。2003—2007年,我国就通过经济增长成功实现了去杠杆。而经济增速下滑将降低各类经济主体的收入,影响其还款来源,还可能引发债务危机。金融危机后,美联储、欧央行利用降低债务融资成本(即降低利率和量化宽松)应对低迷的经济增长速度,而不是简单的去杠杆化,也是利用了这一原理。

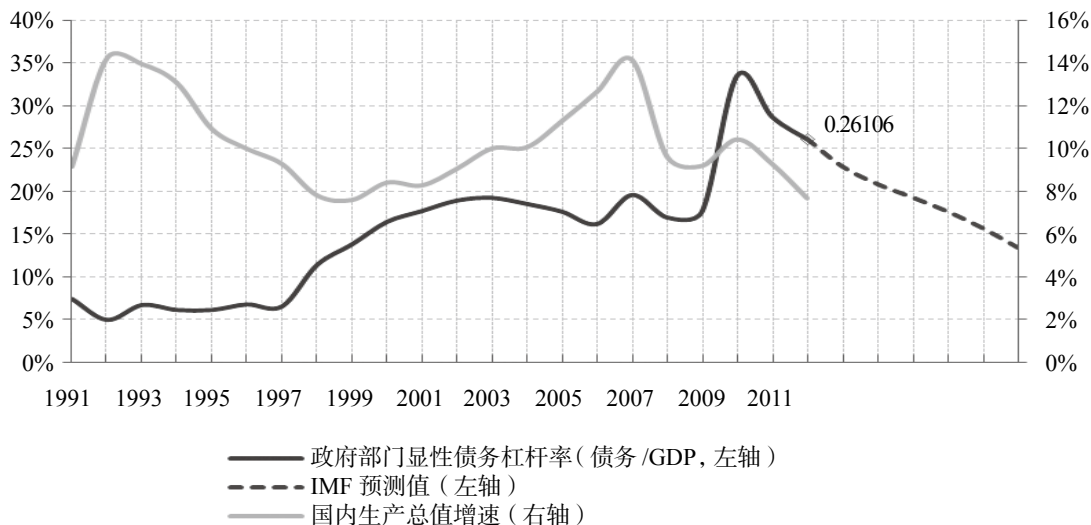
三是从杠杆的动态、静态结合来看,我们可以提出杠杆率安全性判断的两条标准:首先一国的投资率是否小于储蓄率,即 $I<S$;其次债务成本增长是否小于经济增长率,即 $L<G$ 。当一国经济处于 $I<S$ 状态时,虽然其杠杆率较高或者在一定时期内快速增长,但仍会处于安全地带,不会陷入因外部系统性风险而爆发崩盘状态;相反,如果一国经济持续处于 $I>S$ 状态时,则需要继续考察其杠杆成本是否小于或等于经济增速,如果杠杆成本超过经济增速,则任何水平的杠杆增加都会加剧经济体内的风险,从而引发系统性危机。

三、我国经济杠杆率评估

本文选择“负债/GDP”作为杠杆率的评价指标，并将总杠杆率分解为政府、非金融企业、家庭以及金融企业四个部门的子杠杆率。在分部门计算杠杆率的基础上，加总算出我国经济的总杠杆率。

（一）政府部门的杠杆率

国际货币基金组织（2013）的统计数据显示^①，1991—2012 年期间，我国政府部门的杠杆率从 7.4% 上升至 26.1%，平均每年上升 0.9 个百分点（见图 1）。

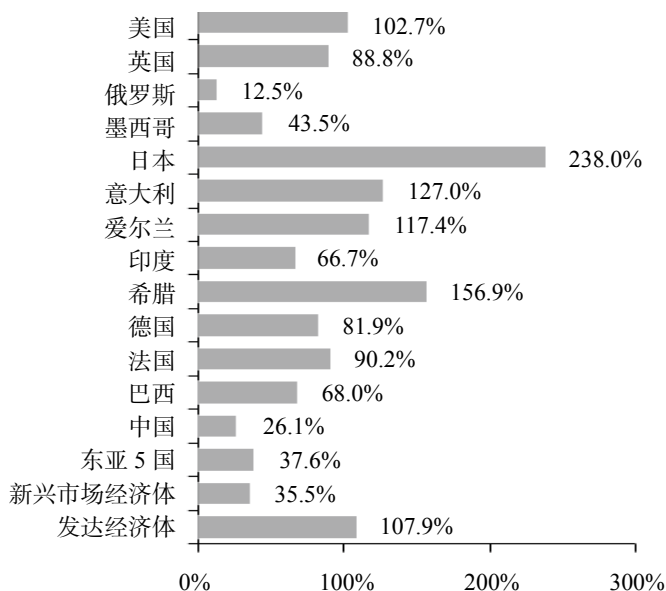


资料来源：IMF（2013）。

图 1：近年来我国政府部门杠杆率的变化

按照显性债务口径，比较 2012 年全球主要经济体政府部门的杠杆率水平可以发现，与西方发达经济体相比，我国政府部门的杠杆率处于相对较低的水平，也低于新兴市场经济体平均水平（见图 2）。2009—2012 年，我国连续四年实施积极的财政政策，财政赤字占 GDP 的比率低于 3% 的国际警戒线，财政赤字向债务负担转化的风险处于可控范围之内。

^①数据主要来自国际货币基金组织 2013 年 10 月《世界经济展望》的数据库。考虑到国际货币基金组织的主权债务统计中并不包含地方政府债务，我们将货币基金组织公布的相关数据口径定义为政府部门的显性债务，而将地方政府融资平台债务、政策性银行债务、铁道债等中央政府实际上承担着“最终救助者”角色的中央政府或有负债，定义为政府部门的隐性债务。



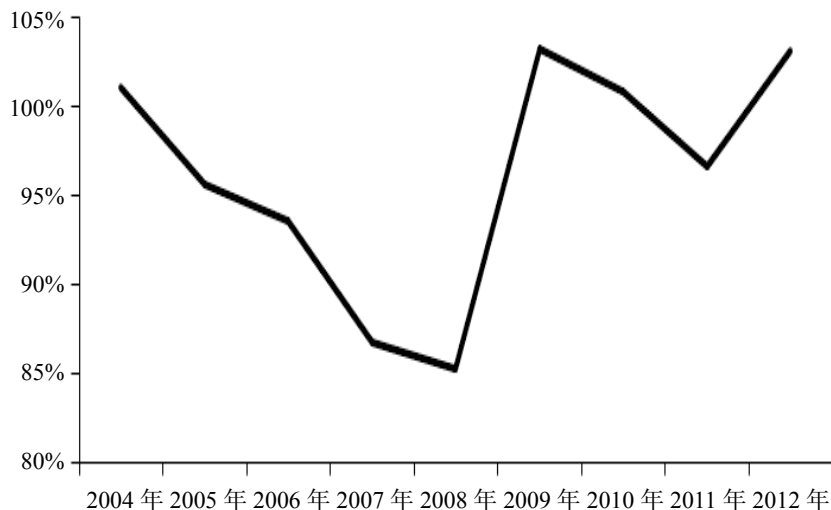
资料来源：IMF（2013）。

图 2：各国中央政府部门债务杠杆率比较

根据国家审计署 2013 年 12 月公布的《全国政府性债务审计结果》（以下简称《审计结果》），2012 年年底，我国政府负有偿还责任的债务余额为 190658.6 亿元，与当年 GDP 的比值为 36.7%，低于 60% 的国际警戒线水平。但我国地方政府债务增长较快，2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务余额达到 108859.2 亿元，比 2012 年年底增加了 13.1%。

（二）非金融企业部门的杠杆率

我国非金融企业部门的债务形式主要表现为银行贷款、企业债券、信托融资等。2012 年我国非金融企业部门的杠杆率为 106%，2013 年进一步增至 109.6%（见图 3）。这一数值远高于德国的 49%、美国的 72%、日本的 99%。非金融企业部门的杠杆率和经济周期密切相关。2004—2008 年，受益于经济快速发展，我国非金融企业的杠杆率快速下降；2009 年，企业债务规模迅速扩大，杠杆率快速上升；2010—2011 年缓慢去杠杆；由于经济增速下滑，2012—2013 年企业杠杆率再度上升。从 2004 年到 2013 年，非金融企业部门的杠杆率提高了 8.5 个百分点。需要说明的是，我国非金融企业债务与政府债务存在重叠。根据《审计结果》数据，我们推算 2012 年年末重叠规模约 4.6 万亿元，占当年 GDP 的 8.9%。

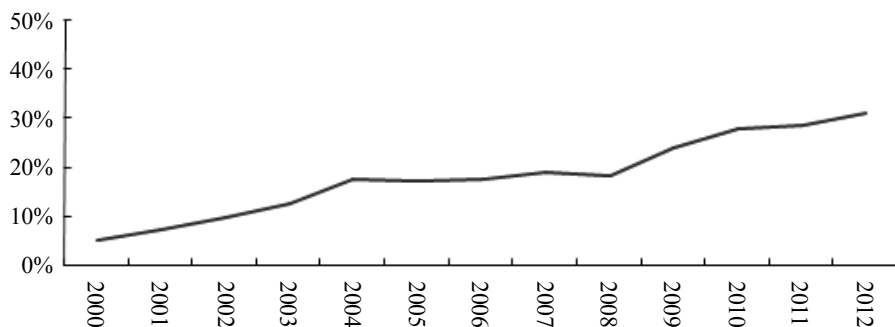


数据来源：wind 数据库。

图 3：近年来我国非金融企业杠杆率变化

（三）我国家庭部门的杠杆率

在家庭部门杠杆率测算中，家庭部门的债务通常选择住户贷款这一指标值，以贷款额与 GDP 的比率来衡量家庭部门杠杆率水平。从图 4 可以看出，我国家庭部门的杠杆率呈阶段性上升趋势。2000—2004 年，家庭部门的杠杆率由 4.9% 升至 17.6%；2004—2008 年，杠杆率水平基本平稳；2009 年以来，杠杆率继续走高，2012 年达到 31.1%。



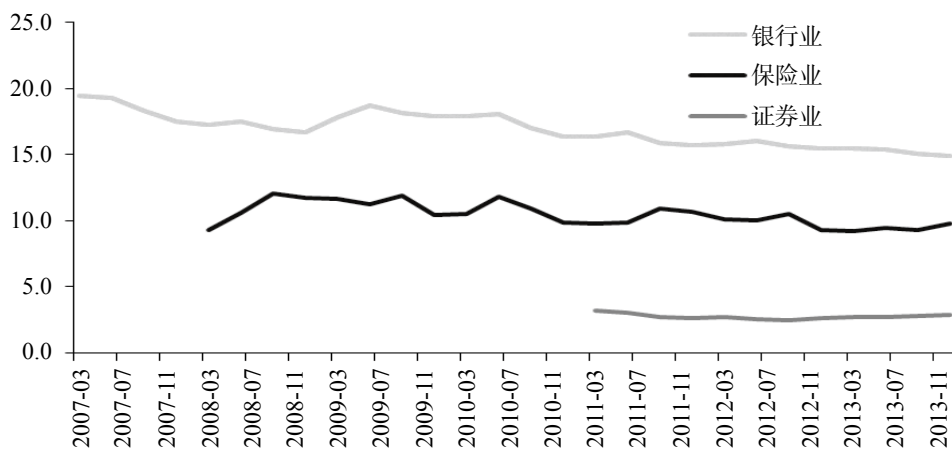
数据来源：2000—2003 年的住户贷款来源于《中国金融统计(1949—2005)》，包括私营企业及个人贷款、个人短期消费贷款和个人中长期消费贷款；2004—2012 年数据来源于 wind 数据库。

图 4：近年来我国家庭部门的杠杆率变化

（四）金融企业部门的杠杆率

由于金融企业是经营金融商品的特殊企业，具有高负债经营性特点，而其负债又构成了非金融部门的资产，因此为了避免重复计算，金融企业部门债务统计中不考虑通货和存款，仅以金融部门发行的各类债券来核算。据此，2012 年金融企业部门总债务大约为 9.2 万亿元。2004—2012 年，我国金融企业的杠杆率由 10.8% 上升至 17.7%。这主要是由于这一期间银行信贷的大规模扩张，导致银行资本充足率下降。为了补充资本金，商业银行发行了大量的次级债券；同时，国家开发银行等机构也大规模发行金融债券。

另外，由于金融企业部门具有完整的资产负债表，因此在单独考量金融企业部门的杠杆率时，我们还可以利用其总资产与所有者权益的比值作为金融企业部门杠杆率的评价指标，这样更准确也更便于同其他国家相比较。依此计算，我国金融业杠杆率近年来呈缓慢下降趋势。截至 2013 年年末，金融业杠杆率约 13.7 倍。若加上银行表外理财资产，杠杆率将增至 14.2 倍左右，仍处于较低水平。从子行业来看，银行业、保险业杠杆率波动下行，2013 年年末分别为 15 倍和 10 倍左右；证券业杠杆率比较稳定，2011 年以来基本维持在 3 倍左右（见图 5）。



数据来源：中国人民银行。

图 5：我国金融业分行业杠杆率

（五）中国经济的总杠杆率

加总上述各部门的杠杆率即可得到我国经济的总杠杆率。经计算，2012 年，我国经济的总杠杆率大约为 183%（见表 1）。此结果低于李杨等（2013）测算的 215%。主要原因是政府部门和非金融企业部门债务的口径和数据来源存在差异（见表 2）。

表 1：2012 年末我国经济杠杆率测算

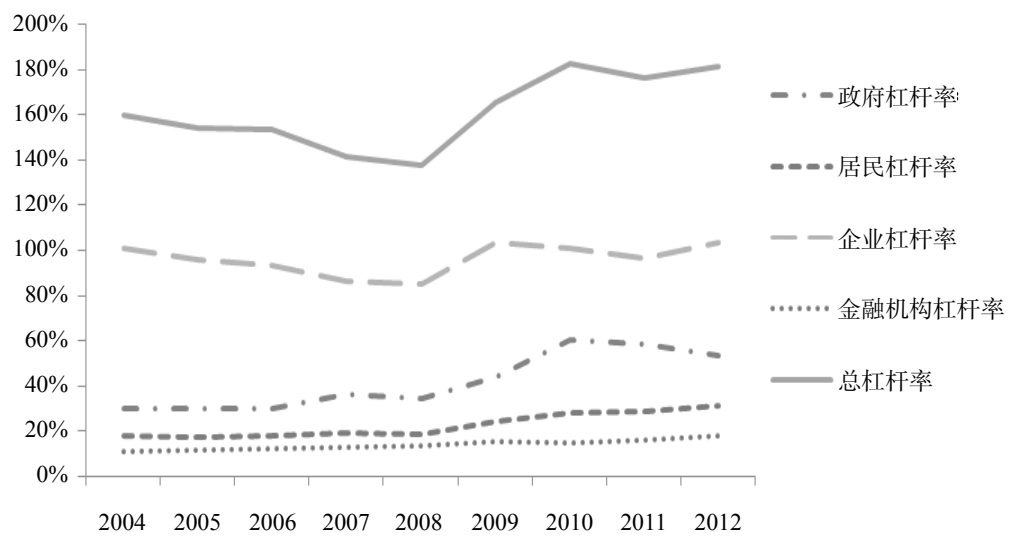
	政府部门	非金融企业部门	金融企业部门	居民部门	剔除重叠	合计
债务余额 (万亿元)	19.1	55.1	9.2	16.1	4.6	94.9
债务余额 / GDP (%)	36.7	106.1	17.7	31.1	8.9	182.7

表 2：测算结果与李杨等（2013）测算结果的比较

单位：亿元

	本文测算	李杨等（2013）测算
政府债务	190659	277000
中央政府		77600
地方政府		199400
非金融企业债务	550771	721200
贷款	497828	497800
企业债	23012	72900
信托融资	29931	30000
委托贷款		57500
银行承兑汇票		63000
政府与非金融企业重复债务	46273	134500
金融机构债务	92318	91300
居民债务	161300	161300
合计	948775	1116300

横向比较来看，我国经济的总杠杆率远低于日本、英国、美国等发达经济体平均 350% 的杠杆率。按照上文衡量杠杆率高低的标准来看，一方面，我国的经济增速虽有所下降，债务成本有所上升，但经济增速在中长期内仍会大于债务成本。我国仍处于经济发展的追赶阶段，其中城镇化和服务业发展空间巨大，能为经济发展提供长期动力。深化改革，消除制度障碍，释放制度红利的空间也十分巨大。如果这些潜力和动力能够充分释放，我国经济在较长时期内仍有望保持较快的增长速度，有利于降低杠杆率水平。另一方面，我国债务主要由国内部门持有，对外是净债权国。我国储蓄率高于投资率（见表 3），国民收支账户仍处于双顺差状态。因此，目前我国经济的总杠杆率较为适中，债务风险总体可控。



数据来源：中国人民银行、国家统计局、审计署。

图 6：近年来我国经济总体杠杆率及其结构变化

表 3：2006 年部分国家投资率与储蓄率比较

单位：%

I > S 的国家			I ≤ S 的国家		
	投资率	储蓄率		投资率	储蓄率
美国	20.6	16.4	中国	41.7	50.0
葡萄牙	23.1	12.4	日本	23.8	27.7
爱尔兰	28.0	9.3	德国	18.1	24.4
希腊	20.4	9.1	俄罗斯	21.1	30.7
意大利	21.6	9.1	巴西	16.8	18.0

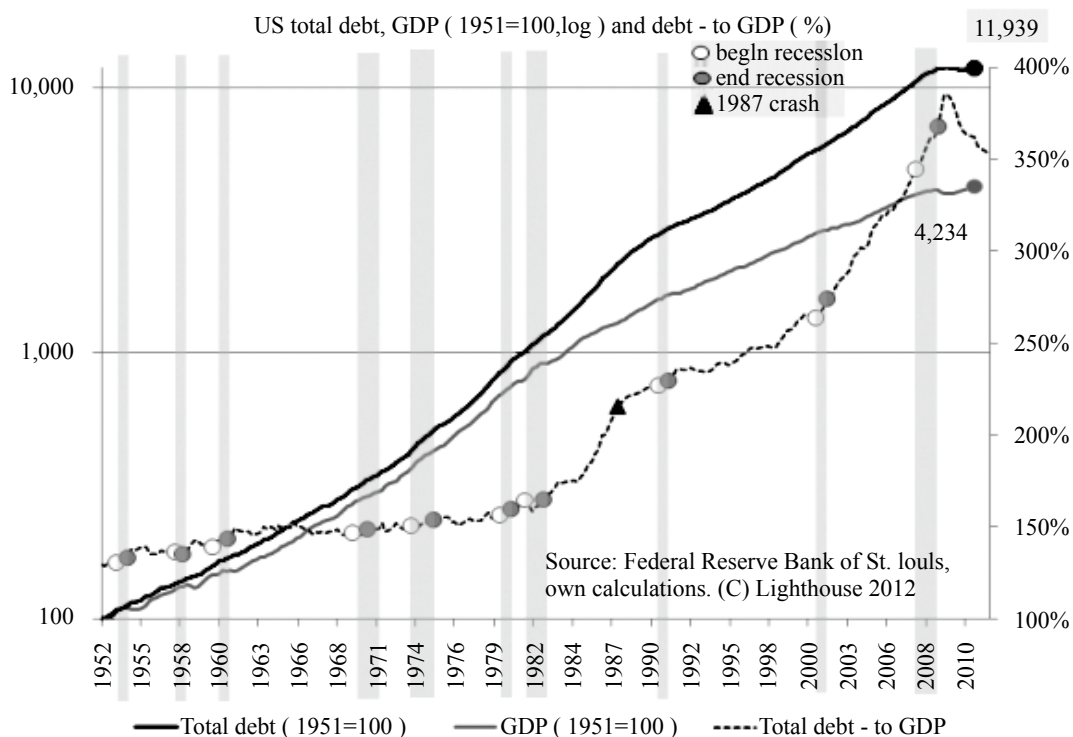
数据来源：徐诺金和姚余栋（2013）。

四、我国经济在当前杠杆率水平下的潜在风险

（一）基于中、美杠杆率的比较分析

比较中、美两国经济杠杆率的走势可以发现，美国的杠杆率走向主要由金融部门主导，而我国则主要由工业企业主导。2008—2009 年，美国经济杠杆率的上升是为了维持庞大的虚拟

经济，而我国主要是用于固定资产投资。



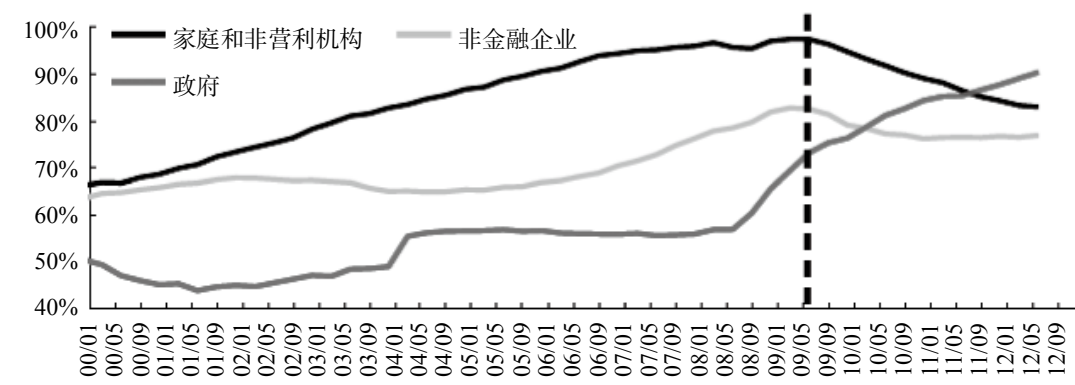
资料来源：Durden（2012）。

图 7：20 世纪 50 年代以来的美国经济杠杆率

第一，两国总体杠杆率走向大为不同，甚至相逆。次贷危机发生前，美国经济的杠杆率快速走高，由 2004 年的 300% 左右上升至 2007 年的 350% 左右（见图 7）。而我国经济的杠杆率则持续下降，从 2004 年的 159.4% 降至 2008 年的 137.5%。在随后的 2008—2009 年，中、美两国经济的杠杆率均出现了快速上升，但 2009 年后美国经济杠杆率出现了较为明显的下降，而我国却未出现明显下降。

第二，主导两国经济总杠杆率走势的经济部门不同。美国的杠杆率走向主要由金融部门主导。20 世纪 50 年代美国制造业产值占 GDP 的 27% 以上，到 2007 年已降至 11.7%，而金融产值占 GDP 的比例已经超过 20%。美国金融业经过几十年的资产证券化和金融衍生品的爆发式增长，其对经济增长的贡献度不断上升。2008 年金融危机爆发前，美国投资银行的杠杆率在 20—25 倍之间，商业银行的杠杆率在 10—12 倍之间。但如果考虑到金融机构的表外资产和影

子银行,则美国金融业的杠杆率实际上是大幅提高。美国投资银行平均表内杠杆率为30倍,表外杠杆率为20倍,总体杠杆率高达50倍。2007年年底,美国五大投资银行的资产总额为4.3万亿美元,股权资本为2003亿美元,杠杆率为21.3倍。然而,它们表外负债的名义价值达17.8万亿美元,这意味着真实杠杆率高达88.8倍。同时美国金融机构在危机发生前的几年中,加大了交易类产品的投资规模和种类,金融产品和金融机构的杠杆率相互作用,双双不断升高。2007年1—5月,美国金融市场上衍生品的杠杆率平均水平为35.6倍。虽然很难得到美国全部金融产品的杠杆率走势,但由于美国金融业不断将债权债务打包转嫁给投资者,所以我们可以从美国家庭负债率的变化窥见一斑。如图8所示,美国家庭负债率的走势与美国经济杠杆率走势非常一致。



数据来源: 张琦炜(2012)。

图8: 美国政府、家庭和非金融企业的负债率变化

我国经济的杠杆率走向主要由工业企业主导。从图6中可以看到,我国经济杠杆率的走向与企业部门杠杆率的走势基本一致。2008年后,我国经济杠杆率还明显受到政府杠杆率的影响。2007年,我国工业总产值占GDP的比例已经超过40%,而金融业增加值占GDP的比例不到5%。

第三,2008—2009年,中、美两国杠杆率突然增高的原因有所不同。2008年次贷危机后,美国政府大规模发行债券以开展金融援助,对金融机构注入千亿流动性,以稳定金融体系。事后,美国金融部门、私人部门杠杆率开始下降,但美国政府的杠杆率却飞速上升。2009年我国政府也加大了借债规模,大规模投资“铁公基”项目,以减轻、减缓因次贷危机所导致的外部需求滑坡对我国工业企业的冲击,防止企业因收入下滑导致流动性缺失进而引发破产潮。由

于我国地方债务大部分表现为地方融资平台贷款,这部分债务同时计入企业部门债务,企业杠杆率与政府杠杆率存在重叠,因此企业部门的杠杆率在 2009 年也出现了突增。2009 年后,我国企业的杠杆率开始下降。由此可见,2008—2009 年中、美两国杠杆率的飙升,一个是由于杠杆率的不可持续从而导致金融危机后被动地应对,另一个则是主动应对外部经济危机的冲击。美国将千亿流动性注入了金融机构,以维持金融体系的正常运转,而我国将万亿资金投资基础设施建设,虽然增加了负债,却也为未来经济发展积累了固定资产。

(二) 各部门杠杆率下的潜在风险

1. 政府部门的潜在风险

我国政府部门的债务主要用于建设性或投资性支出,形成了实际资产。而在美国等一些公共财政国家,债务资金中社会保障、教育、卫生、国防及一般公务支出较高,经济建设支出特别是直接经济支出较少,财政支出很少能转化为政府的资产。正因如此,即使我国政府的债务未来有可能出现一定程度的还本付息困难,但仍可将政府资产通过证券化或者直接出售等方式用于债务清偿,这也是一些公共财政国家所不具备的优势。从国际经验看,尚无由大规模负债投资基础设施建设而引发政府主权债务危机的先例。

尽管我国政府债务总体可控,中央政府杠杆率一直保持偏低的水平,但地方政府杠杆率近年来上升较快,聚集了较大风险(魏加宁、宁静和朱太辉,2012)。一是扩张速度较快,存在局部风险。截至 2013 年 6 月底,省、市、县三级政府负有偿还责任的债务余额为 10.6 万亿元,比 2010 年年底增加 3.9 万亿元,年均增长 20%,远高于同期 GDP 增速。值得注意的是,在融资平台贷款受到限制后,地方政府创新了举债主体和举债方式,形成了大量虽无偿还责任,但仍需承担一定担保责任或救助责任的或有债务。若将这些债务计算在内,省、市、县三级政府的债务余额合计为 17.5 万亿元,比 2010 年年底增加 6.8 亿元,年均增长 21.7%。创新融资手段还推高了地方政府债务成本,如 BT(建设-移交)、PE(私募股权融资)利率都在 12% 左右,远高于债券融资和银行信贷利率。

二是地方政府短期债务较多,存在一定的流动性风险。截至 2013 年 6 月,地方政府性债务中,2015 年年底前到期的占 62%。从投向看,有 86.8% 债务资金投向基础性、公益性项目,投资期限较长,资金回收慢。地方政府债务与资金使用期限错配严重,政府的再融资压力大,流动性风险需要关注。

三是融资平台表外融资风险值得关注。目前中国银监会等部门严控融资平台贷款规模。一

些融资平台,为应对再融资压力,通过委托贷款等方式筹集资金偿债。这使得风险虽没有在当期暴露,但这些融资方式的成本更高,未来的债务风险隐患更大。

四是还款严重依赖土地出让收入。截至2012年年底,11个省级、316个市级、1396个县级政府承诺的以土地出让收入偿还的债务余额为3.5万亿,占省、市、县三级政府负有偿还责任债务余额9.4万亿的37.2%。考虑到虽未明确承诺但也可能需要由土地出让收入偿还的其他债务,全部地方政府债务中以土地出让收入偿还的比例会更高。如果出现经济下行和房地产价格下降,地方政府的土地出让收入减少,其偿债能力将因此受到影响。

2. 非金融企业部门的潜在风险

与全球其他经济体的非金融企业杠杆率水平相比,我国非金融企业部门杠杆率确实偏高,但这需要辩证看待。一是与美国等发达国家的杠杆率加载在金融部门相比,将杠杆率加载在实体经济部门相对更健康;二是长期以来我国经济处于快速发展的追赶阶段,工业企业的发展需要在前期投入大量资金,但由于没有足够的资本积累时间,企业高负债、高杠杆在所难免;三是我国的国有企业不仅有盈利目标,同时也承担着一些国计民生工程,因此企业杠杆率偏高在某种程度上是源自政府债务的转移;四是我国股权融资市场较发达国家相差太远,企业融资渠道单一,杠杆率容易上升。我国作为一个发展中国家,仍然具有较大的发展空间,只要我国经济持续发展,企业的高杠杆率问题就不难解决。

我国非金融企业部门杠杆的风险隐患主要来自两方面。一是经济增速持续下行、企业生产经营困难、资金周转不畅、被迫增加负债及被动加杠杆。未来我国非金融企业不宜盲目采取去杠杆的措施,应该把着力点放在提高企业经营效率和维持经济稳定增长上。2003—2007年我国企业部门杠杆率的降低,说明保持经济较快增长,才是企业去杠杆的最好手段。二是国际资本流动可能带来的风险冲击。受美国QE退出影响,2014年新兴市场国家将面临外部需求减少、资本流出、汇率贬值、资产价格缩水等问题,金融市场波动将会加大。我国外债较少,外汇储备很高,银行存款准备金率也处于高位,美国QE退出对我国的冲击将小于其他新兴市场国家,但风险也必须引起关注。一旦国际资本流向发生逆转,可能会导致流动性风险和资产价格缩水,提高企业的杠杆率,部分过度负债的企业可能会因此陷入困境甚至破产。

3. 家庭部门的潜在风险

同世界其他国家相比,我国居民和家庭部门杠杆率虽然上升很快,但依然偏低。美国联邦储备银行数据库显示,2012年美国居民家庭部门的杠杆率是84.3%,英国是204.3%(2011年

三季度)，德国是 58.7%，澳大利亚是 93.2%，而我国则是 31.1%，远低于这些发达国家的水平。

我国家庭部门负债主要为银行贷款，其中购房贷款占一半以上。数据显示，2012 年年末，我国家庭部门银行贷款为 16.1 万亿元，其中购房贷款（即中长期消费性贷款）8.5 万亿元，占全部负债的 52.8%。这表明，房地产需求带动了家庭部门负债的扩张。

除银行贷款，居民部门负债还包括民间借贷。对于民间借贷有不同的估计：中国人民银行 2011 年的调研显示，当时全国民间融资有 3.4 万亿元，占当年 GDP 的 7.1%；西南财经大学 2013 年的《银行与家庭金融行为》调查报告估计，我国民间借贷总额约为 8.6 万亿，相当于 2012 年 GDP 的 16.6%。即便采用西南财经大学（2013）的估计，包括民间借贷在内的家庭部门负债对 GDP 的比例也只有 47.7%，仍然大幅低于发达国家 76% 的平均水平。

家庭部门杠杆率的风险隐患主要来自两方面。一是经济增速下行影响居民就业和收入。2013 年城镇居民可支配收入实际增长了 7.0%，比上年回落 2.6 个百分点；农村居民人均纯收入实际增长了 9.3%，比上年回落 1.4 个百分点。二是房地产市场蕴含风险。近年来，我国房地产价格快速上涨，房地产已经成为城市居民家庭的重要资产，一旦房地产价格下跌，家庭部门杠杆率将大幅提高。

4. 金融企业部门的潜在风险

与欧美金融机构相比，我国商业银行、证券公司和保险公司的表外资产规模相对较小，没有大量投资 CDO 等高风险资产的情况，杠杆率指标基本反映了金融机构的真实风险水平。因此，目前我国金融体系的杠杆率还不算高，整体处于相对安全的状况。

在当前的杠杆率水平下，金融企业部门的风险隐患主要来自实体经济。上文分析指出，经济增速下行导致信贷资产质量劣变，政府融资平台、房地产市场存在风险隐患，这些都会影响银行资产质量。金融部门杠杆率的另一个重要风险隐患来自影子银行。2008 年国际金融危机表明，影子银行的风险具有复杂性、隐蔽性、脆弱性、突发性和传染性，容易诱发系统性风险。当前我国金融监管部门正在积极采取措施，努力控制和化解影子银行体系的风险。

五、结论及启示

从总量上看，我国经济的总体杠杆率水平仍在适度范围之内，各经济主体对杠杆的承受能力仍处于可控制的水平；但从结构上看，我国地方政府及非金融企业的债务水平已经处于较高水平，需要予以关注，以避免整体经济杠杆率不高、单一部门杠杆率偏高或者增长过快，从而

引发结构性风险,并最终影响至其他部门。

正确治理我国杠杆率问题,一方面要警惕高杠杆带来的风险,另一方面不可盲目采取去杠杆措施。当前我国经济最大的风险不在于杠杆率的绝对水平,而在于经济增长的下行压力可能会引发房地产、地方政府融资平台等薄弱环节风险。因此,我们应该更加重视“稳增长、守底线”的策略,要优化杠杆结构,提高资金利用效率。同时应当采取健康、积极、渐进的手段去杠杆,即通过经济持续稳定增长逐步化解高杠杆。对杠杆率较高的部门,要适当引导杠杆增速放缓,但也不能生压硬降。对杠杆率还有增加空间的部门,在增加债务融资时也要注意风险隐患。

一是完善顶层设计,加强政府负债管理。规范发展地方政府融资平台,强化对各级地方政府融资平台的管理与规范。通过立法来规范地方政府的负债管理,建立健全政府债务管理、评价和监督制度。探索、完善地方政府的发债机制,用更加规范的市政债取代信托、BT、融资租赁、垫资施工等低透明度、高成本的融资方式。

二是高度重视保持经济增长稳定的重要性,避免经济增速下滑引发的偿债危机。从一国经济的发展阶段看,经济高速增长中的负债不是最大风险,不发展才是最大的风险。要防止经济出现大起大落,为企业和金融机构的经营创造良好的环境,促进企业盈利稳步增长,逐步降低企业部门杠杆率。

三是高度关注房地产市场走势,防止房地产市场价格泡沫破裂所可能引发的连锁危机。加强和改善房地产市场调控,保持调控政策的稳定性与持续性,确保房地产行业平稳、健康运行。

四是推进多层次资本市场建设。统筹协调主板、创业板、中小板、新三板、区域股权交易中心、券商柜台市场发展。大力发展直接融资,特别是股权融资,通过改善企业的融资结构、负债结构,降低企业部门的杠杆率。

参考文献:

1. 国家审计署,全国政府性债务审计结果,2013年12月。
2. 黄志龙,我国国民经济各部门杠杆率的差异及政策建议,国际金融,2013年第1期,51-53。
3. 李杨等,中国国家资产负债表(2013),中国社会科学院出版社,2013年12月。
4. 苗永旺和王亮亮,百年来全球主要金融危机模式比较,国际金融研究,2009年第7期,64-70。
5. 魏加宁、宁静和朱太辉,我国政府性债务的测算框架和风险评估研究,金融监管研究,2012年第11期,43-59。

6. 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心, 银行与家庭金融行为, 研究报告, 2013 年。
7. 徐诺金和姚余栋, 中国经济仍有适度加杠杆的空间, 经济研究信息, 2013 年第 10 期, 22-24。
8. 张茉楠, 实体经济去杠杆应着重去产能, 中国证券报, 2013 年 8 月。
9. 张琦炜, 去杠杆美国渐入“下半场”, 莫尼塔(上海)全球宏观研究云平台研究报告, 2012 年 11 月。
10. 张志威, 我国正在升起的金融风险, 野村证券研究报告, 2013。
11. Bordo, M., and B. Eichengreen, Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone, Manuscript, Department of Economics of University of California, 1999.
12. Dalio, R., Economic Principles, Bridgewater Associates, 2013.
13. Durden, T., The Fed Is Not Printing Enough Money, www.zerohedge.com, August 2012.
14. IMF, World Economic Outlook, 2013.
15. Reinhart, C., and K. Rogoff, Growth In A Time Of Debt, American Economic Review, 2010, 100(2), 573-578.

Abstract: In recent years, the leverage ratio of China's economy rises significantly and is under hot debate by researchers. According to historical experiences, some scholars reckon the ratio is too high for today's economic developing level of China. This high leverage ratio will cause some latent economic risks. Through a deeply study of related researches both in domestic and abroad, this paper evaluates the leverage ratio and analyzes China's debt structure. Our research shows that China's overall economic leverage ratio is controllable. Currently, the high leverage risk does not exist in the economy as a whole, but exists in certain economic sectors. Those risks are mainly caused by over-indebtedness of local governments and non-financial corporations. When the economic growth rate slows down, high leveraged institutions will face repayment pressure and may cause debt risk. So, we think at present China should not deleverage hastily. There are still rooms to optimize the structure of debts. By maintaining the high level economic growth rate and a proactive debt restructuring, the debt leverage ratio will come down to a healthy level gradually.

Key words: Leverage Ratio; Debt Risk; Balance Sheet

(责任编辑: 朱太辉)