



“三重压力”下的债务可持续性

Debt Sustainability Under 'Triple Pressure'

张晓晶

2021年中央经济工作会议指出，面对三重压力，要稳字当头、稳中求进，稳定宏观经济。继续做好“六稳”、“六保”工作特别是保就业保民生保市场主体，围绕保持经济运行在合理区间，加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性，同时提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在这样的宏观大背景下，讨论三重压力下的债务可持续性问题有着重要意义。

“三期叠加” VS. “三重压力”

过去讲三期叠加，现在讲三重压力。在此，我谈一点不成熟的思考。三期叠加包括增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期。问题是，三期叠加过去了吗？我以为尚未过去。例如，前期政策消化期可能过去，但有关政策消化期的含义又比较复杂，四万亿财政刺激是否消化完全？随着不断有新政策出台，后续是否还需要消化？增速换挡和结构调整是一个中长期的事情，不会很快就完成，而且看来会直接从经济层面影响到当前的“三重压力”，即需求收缩、供给冲击、预期转弱。

作者系中国社会科学院金融研究所所长。

三重压力和三期叠加两者最大的不同是什么？影响三重压力的因素更多并非来自经济层面，而来自非经济层面，即新冠疫情、中美博弈和底层逻辑。这三项因素都不是或不完全是经济因素，比如中美博弈并不能简单从贸易层面、经济层面进行解读。三期叠加基本上谈的是经济问题，关注的是中长期的挑战；而三重压力很多的影响因素是非经济的，而且更多关注的是短期压力。总之，三期叠加和三重压力各有侧重，后者的出现并非是对前者的取代。

面对背后的诸多非经济因素，稳字当头、稳中求进就需要讲政治经济学（处理好政治与经济的关系），还需要敬畏历史、敬畏文化、敬畏生态，政策发力要靠前且不能有收缩效应……所有这些意味

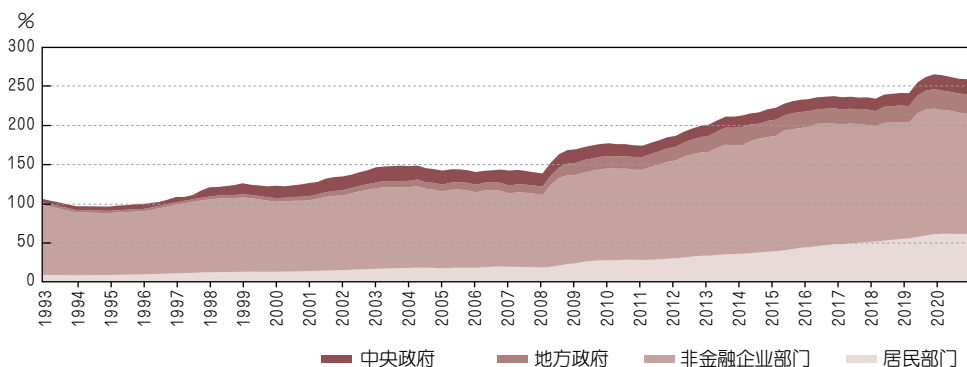
着，把经济搞好有一个全方位的要求，而不仅仅是单纯的稳增长。

主要债务风险

在三重压力挑战下，宏观杠杆率和债务问题会如何？从图1可以看出，2009年以来，杠杆率快速攀升；到了2017年左右，杠杆率基本稳住；但疫情冲击下，杠杆率又再度上升，并在2021年下降。

据我们团队估算，2020年宏观杠杆率攀升了23.6个百分点，尽管2021年杠杆率有所下降，但相比2019年末，仍然上升了18个百分点。这需要在未来去消化。那么面临三重压力，未来能够去杠杆吗？还是维持杠杆率平稳？这是一个问题。

从总量上看，我国宏观杠杆率大概在260%—270%左右，在新兴经济体中比较



注：数据截至2021年三季度。

资料来源：中国社科院国家资产负债表研究中心(CNBS)。

图1 三重压力与宏观杠杆率

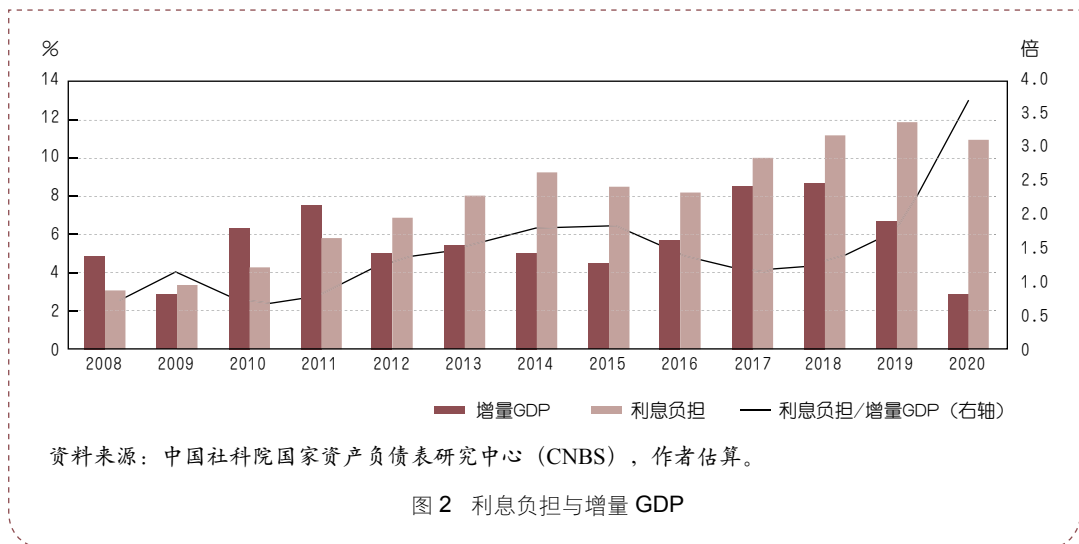


高，但跟发达经济体比较起来不算高。斯蒂格利茨认为，当前主流模型无法解出均衡的杠杆率，因此也难以判断杠杆率多高会有风险。或许有人认为，270%或者更高的杠杆率也不意味着风险大到无法承受，但“灰犀牛”在一步步走来，只是在哪个临界点爆发危机不清楚。更进一步，宏观杠杆率不简单是一个总量问题，还涉及债务在居民、政府、企业等各部门之间的分布。企业债务过多，是会大而不能倒还是大能倒？居民部门杠杆率已经接近甚至超过一些发达经济体，还能不能加杠杆？政府显性杠杆率不高，但有大量隐性债务。这些都是问题。尽管平均意义上居民部门债务风险还不算大，但考虑到居民债务分布的不均，往往是较低收入群体有着较高的杠杆，因此，居民债务风险比想象

中大得多。

以上都是现实问题，面临压力非常大，需要认真应对。接下来讨论，我国债务的风险点主要表现在哪几个方面？

第一个风险点是利息负担越来越重。根据保守测算，自2012年开始，利息支付已经超过了增量GDP，2015年左右接近2倍，到2020年接近4倍。在这种情况下，债务如何可持续，特别是市场主体的行为又如何变化？与此同时，利息负担本身对于央行货币政策就构成明显制约。基于当前债务总量，利息变化几个基点，会导致的利息负担变化很容易计算得出。发达经济体债务不断攀升，但利息负担却在不断下降，能够享有利率不断下降带来的好处。相对于此，我国不存在这一现象，地方政府融资平台借债利率、居民抵押贷款



利率等利率都比较高，极大影响利息负担。

第二个风险点是债务向公共部门集聚。一些人或许认为公共部门负债更多似乎是件好事，但事实并非如此。公共部门债务除了中央政府债务、地方政府显性债务（两者大概不到50%），还包括地方政府隐性债务和国有企业债务。国有企业则可能面临倒闭，地方融资平台可能资不抵债。这些都是公共部门债务的大问题。经估算，大概一半左右的融资平台是僵尸企业，资不抵债。

在实体经济总债务中，企业债务占六成；企业债务中，国有企业债务占六到七成；国有企业债务中，近一半为融资平台债务。基于此，重构宏观杠杆率，可以得到公共部门债务占GDP比重约160%，私人部门债务约110%，这样的比重结构与G20国家存在根本不同。从全球来看，私人部门债务要远高于公共部门，高60%—80%。而我们是公共部门债务高于私人部门债务50个百分点以上。从金融资产的角度看，基于易纲（2020）^①各部门金融资产风险承担的数据，可以算出公共部门、私人部门的金融资产风险承担分别是61.3%、38.7%。从债务负担债务风险的角度来看，公共部门同样面临风险较大，

债务风险占比近60%。因此，考虑到政府部门显性与隐性杠杆大概占GDP的90%以上，中央在2021年初提出降政府杠杆，估计是从这个角度出发的。

第三个风险点是负债与资产之间不平衡不匹配。总体上，中国负债增加与资产形成之间的匹配度较高，强于美国等发达经济体。在很多发达经济体，发债、转移支付大多是为了支持政府运转、居民消费，无法形成资产。但在中国，发债是为了支持基础设施建设、支持其他公用设施，都可以形成资产。因此，地方债务攀升都是为了地方建设，有高楼、有桥梁、有公路，很多基础设施跟资产形成直接相关。我们的资产不断上升，负债也是不断上升，而且二者的增长速度几乎一致，比较符合资产负债平衡的特点。负债在很大程度上与资产对应，虽然不是任何时候都一一对应；但过去这些年，在债务积累的同时也形成了相应的资产，是一件好事。

往下继续分析，还潜藏着一些问题，一是地方隐性债务（如融资平台债务）与其形成的资产质量（不高）之间的不匹配。很多地方隐性债务名义上都是建设基础设施，但形成的资产质量不高。一些没有现金流，一些现金流很小，所以为什么说很多融资平台资不抵债。僵尸企业也是

① 易纲.再论中国金融资产结构及政策含义[J].经济研究,2020,55(03):4-17.



如此。二是从地方资产负债表看，地方一些资产并不在账上。中央政府需要地方政府处置债务，但地方政府并不愿意拿出优质资产去抵扣债务。三是中央和地方的不平衡。中央掌握资源相对多，杠杆率偏低；地方掌握资源相对少，杠杆率偏高。截至2021年3季度，中央政府杠杆率不到20%，而地方政府包含隐性债务后，杠杆率超过70%。

债务可持续性

以上我们谈到了高债务的风险，那么怎么来实现债务的可持续呢？这个问题很复杂，学术界也有很多模型在研究债务可持续性。值得注意的是，经典文章基本不从资产角度探讨债务可持续性问题。这是因为，最初的债务可持续性研究基本上关

注的是发达国家，而发达国家政府的资产净值很少，很多甚至为负，因此觉得没必要从资产角度去研究。但在中国，情况完全不一样。

资产角度的考察

2019年末，我国非金融企业国有股权资产共计64.9万亿元，其中中央政府持有17.8万亿元，地方政府持有47.1万亿元；金融机构国有股权资产共计20.1万亿元，其中中央金融企业国有资产14.9万亿元，地方金融企业国有资产5.3万亿元。行政事业单位净资产共计27.0万亿元，其中中央行政事业单位净资产3.8万亿元，地方行政事业单位净资产23.8万亿元。加总非金融企业、金融机构和行政事业单位的国有资产，共计112万亿元，占当年GDP的113.5%，其中由地方政府持有的资产为

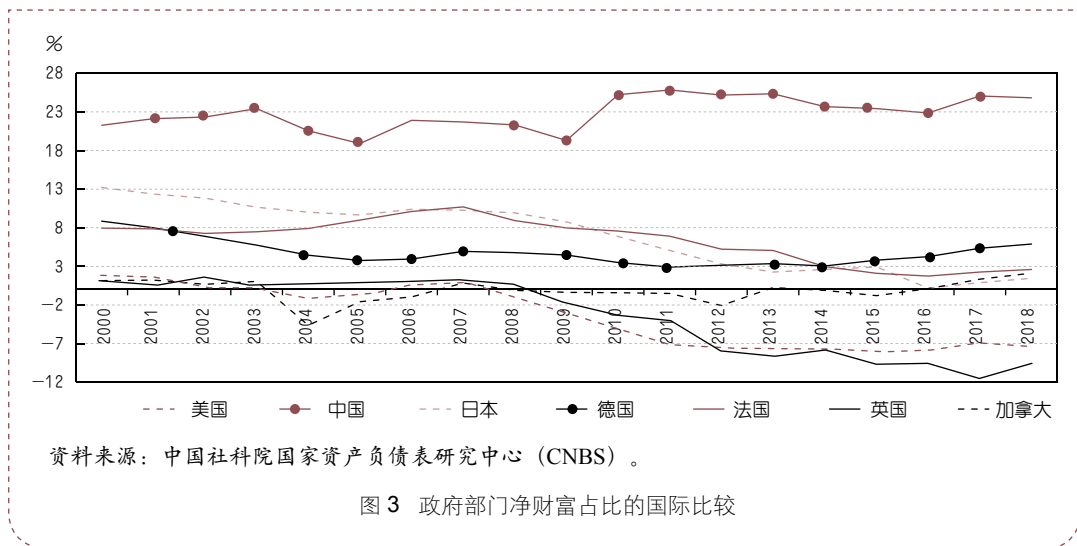


图3 政府部门净财富占比的国际比较

75.6万亿元，占当年GDP的76.6%。

我国经多年经济积累，财富增长很快，可以帮助应对债务风险。中国政府部门大概占到社会财富的四分之一左右，而其他国家很多是负的。地方政府可适当减持这部分资产，通过混合所有制改革等方式引入民间资本，以此来弥补部分收支缺口。

债务结构优化

债务规模还在不断增加，去杠杆不易，那么我们还能做什么？此时，结构优化非常重要。从部门来看，政府部门相对杠杆率比较低，特别是显性杠杆比较低，所以可以加杠杆，特别是中央政府继续加杠杆，部分接替地方政府的隐性债务扩张。

企业部门包括了国有企业及其中的僵尸企业，所以需要去杠杆，体现竞争中性，主要是低效及僵尸企业退出，特别是僵尸国企（僵尸民企市场直接出清）。自2015年国家提出降杠杆以来，企业部门是所有部门对去杠杆贡献最大的，而主要贡献来自非国有企业。我们的数据显示，国有企业债务在企业部门债务的占比从2015年的57%左右上升到现在的70%左右，因此国企需要承担更多去杠杆的任务。

居民部门需要稳杠杆。居民部门的问题不仅是经济问题，而且还是社会问题。居民部门稳杠杆需要捋清各部门职责，由政府部门来帮助居民部门。尤其当前，居民杠杆绝大部分来自购买房屋的抵押贷款，

政府还没有尽到对于居民，特别是低收入群体的住房保障职责，因此需要通过房地产的基本稳定，以及政府在住房保障方面承担更多责任来促进居民部门稳杠杆。通过政府加杠杆来帮助居民稳杠杆非常重要，也是推进共同富裕的一个重要方向。

形成可持续的债务积累模式

中国债务积累模式是由“赶超增长模式”决定的。所有风险都由中央政府承担，这样其他部门就可以只关注发展，不关注风险。但这会带来很多其他问题，比如信贷扩张缺乏制约、政府在信贷配置过程中干预价格等。市场和金融机构都认为，有政府背景的企业贷款是比较安全的，这就使得风险定价因受到政府干预而被扭曲，最终导致大量信贷资源流向公共部门，流向国有企业或有政府背景的机构、企业和产业。

要实现债务可持续，最重要的是改变传统的债务积累机制，形成以市场化风险定价为基准的可持续的债务积累模式。比如，取消政府隐性担保、打破刚兑，包括打破市场的“国企信仰”，纠正金融机构的体制性偏好，让传统的公共部门债务积累方式无法为继。僵尸企业该退出的退出，该破产的破产。只有通过以上方式，才能够使得风险定价市场化；风险定价合理，才能使得信贷配置与效率相匹配，才能支持高质量发展。



点 评

纪 敏

如果立足于大的转型周期来理解杠杆和债务问题，我们会对现在的杠杆问题，从总量到结构有一个更为完整的认识。现在经济转型还在路上，这是毫无疑问的。简单将转型过程分成两段，前半段是投入期（投入大于产出），后半段是产出期（产出大于投入），我们现在总体上还处于转型的投入期。

第一，从存量来看，旧动能（或称传统动能）的体量还是要大于新动能。比如制造业中，2020年高新技术制造业占制造业比重大概是15%左右，战略新兴产业占GDP比重大概是11%左右，这样的一个结构当然是处于转型的前半段，因为尽管高新技术产业和战略新兴产业的增长是比较快的，效益也是比较好的，但相对来说传统产业比重还不够。

第二，从未来增长要素看，科技的自立自强是关键。下一阶段，技术模仿的空间可能会逐渐收缩，我们要增加研发投入，特别是较长时期的基础研发投入以获得技术要素的支撑。在技术进步尚没有取得重大突破的情况下，或者技术进步的速度赶不上能源转型、产业结构调整的速度度的情况下，意味着转型过程中的成本上升，意味着资本回报的下降或者是边际报酬的递减。反过来，从杠杆的角度，就是杠杆率上升，因为杠杆率跟资本回报率是一枚硬币的两面。

所以从大的转型周期的角度来讲，如果说现在处于转型的投入期，可能杠杆率的上升和速度换挡、结构调整这样一个转型期带有一定规律性的特点是吻合的。

在这个过程中，如何优化杠杆结构、优化投资结构非常关键。一方面总量上要认识到，转型期尤其是前期投入期可能面临成本上升和资本回报

作者系中国人民银行参事室主任。

下降，杠杆率的上升带有一定的中期性，利率水平应适应这一趋势，有一个逐渐下降；另一方面，针对具体部门或者微观主体，要通过深化改革、打破刚兑健全金融市场约束，要让利率起作用，让那些预算软约束的微观主体少加杠杆甚至退出市场。此外，鉴于转型期资本回报的下降，政府应承担必要的债务，一方面支持经济运行在合理区间，另一方面在杠杆结构上进行对冲，比如要通过加大保障性住房建设的支持力度，为居民降杠杆创造更好的条件；比如要通过加大对企业减税降税力度，为企业降杠杆增加科技投入创造条件。^[N]

学术编辑：曾一巳

