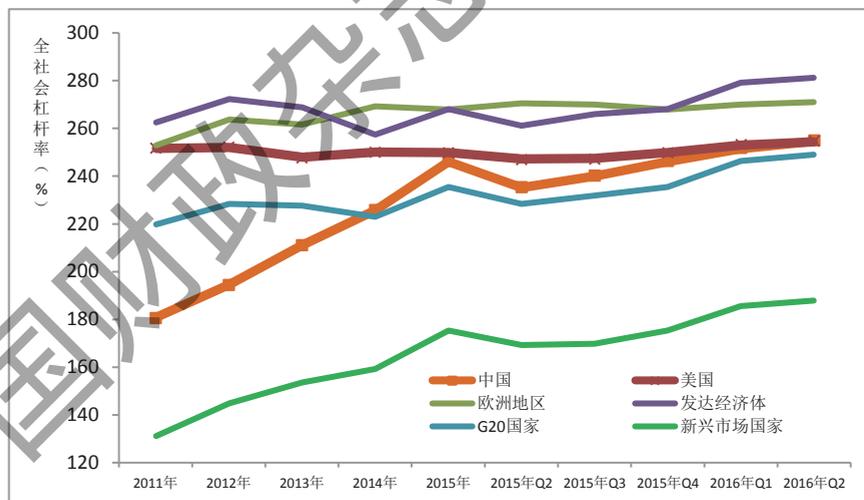


中美债务问题比较与启示

国家开发银行行长 | 郑之杰

近年来，中国债务问题不断升温，受到国内外各界的高度关注。国际舆论认为中国由债务高企带来的区域性、系统性金融风险已经严重影响到经济增长，穆迪等国际评级机构甚至因此下调中国主权信用评级展望，国内实体经济也缺乏投资信心。事实上，与美国等西方国家相比，中国债务杠杆率并不太高，债务结构、债务本质与西方国家存在明显差异。进行中国与西方国家尤其是与美国债务问题的比较，对于深刻了解中国债务的真实状况，助力“三去一降一补”的供给侧改革，释放实体经济活力具有重要意义。



数据来源：Bank for International Settlements(BIS), Statistical Bulletin, 11 December 2016。

中美全社会杠杆率大致相当

据国际清算银行统计公报数据显示，2016年第二季度，中国全社会杠杆率为254.9%，美国全社会杠杆率为254.7%，中国仅比美国高0.2个百分点。同期欧洲地区全社会杠杆率高达271.2%，发达经济体高达281.4%，均远远高于中国。G20国家全社会杠杆率为249.2%，略低于中国；新兴市场国家全社会杠杆率为188.1%，相对较低。

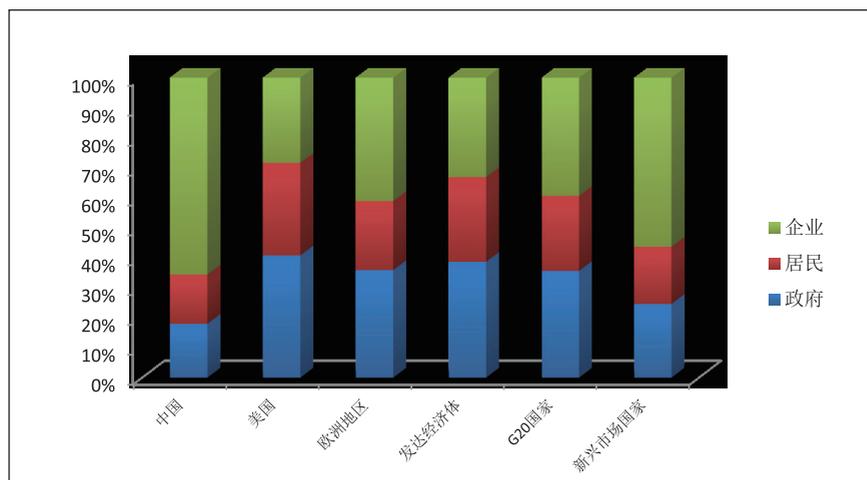
中国全社会杠杆率增速相对较快。2011年底，中国全社会杠杆率为

180.5%，至2016年第二季度增长了74.4个百分点，平均每年增长16.5个百分点。美国同期基本维持在250%上下波动，中国仅在2016年第二季度首次超过美国。欧洲地区、发达经济体、G20国家、新兴市场国家同期全社会杠杆率增幅分别为18.6、19.1、29.7和57.2个百分点，平均每年增长4.1、4.2、6.6和12.7个百分点。

图1 中美两国及相关国家和地区全社会杠杆率

中美债务结构存在较大差异

据国际清算银行统计公报数据显示，2016年第二季度，中国政府部门杠杆率为45.6%，居民部门杠杆率为41.8%，企业部门杠杆率为167.6%，政府、居民、企业部门杠杆率分别占全社会杠杆率的17.88%、16.39%、65.73%。美国政府部门杠杆率为103.5%，居民部



数据来源：Bank for International Settlements(BIS), Statistical Bulletin, 11 December 2016。

图2 中美两国及相关国家和地区债务结构

门杠杆率为78.8%，企业部门杠杆率为72.4%，政府、居民、企业部门杠杆率分别占全社会杠杆率的40.64%、30.94%、28.43%。中国政府部门和居民部门杠杆率均远低于美国，分别仅是美国的44.06%和53.05%，而企业部门杠杆率却远高于美国，是美国的2.31倍。

中国债务结构呈现“两低一高”的态势，政府和居民部门杠杆率较低，企业部门杠杆率较高，企业部门杠杆率分别是政府和居民部门杠杆率的3.68倍和4.01倍。美国债务结构却相对均衡，除政府部门杠杆率稍高，居民和企业部门杠杆率相差不大，政府、居民和企业三部门杠杆率之比为1.43:1.09:1。

2011年至2016年第二季度，中国政府、居民、企业三部门的杠杆率都呈增长趋势，其中企业部门增长速度最快，增幅为47.7个百分点，年均增幅达到10.6个百分点。政府和居民部门增速相对较慢，增幅分别为12.6和14.1个百分点，年均增幅分别为2.8和3.1个百分点。

美国由于金融危机以后在金融、房地产、企业、个人等部门有序地去杠

杆，居民部门杠杆率不升反降，同期下降了7.0个百分点，年均降幅为1.6个百分点。企业部门杠杆率控制得也较为稳健，仅增长6.1个百分点，年均增幅仅为1.4个百分点。而政府部门由于加杠杆增速相对较快，增幅为11.9个百分点，年均增幅为2.6个百分点。

中国企业部门杠杆率增长速度过快，显著快于政府和居民部门，同时也显著快于美国的三个部门，为中国企业的可持续发展带来沉重压力。

中美债务本质有着显著不同

(一)中国的债务主要是内债问题，美国等西方国家外债占较大比重。据国际清算银行和国家统计局数据显示，2015年中国外债仅占当年政府债务的3.33%，占当年GDP的1.48%，占当年财政收入的6.58%。内债中，无论是中央政府、地方政府债务，还是金融机构、企业、融资平台等的债务，其本质上是同一个债权人。中国有能力、有政策，也有时间、有空间，在不受国际环境的影响下，凭借自己的力量平稳、有序地解决这些债务问题。而美国等西方国家

的债务中，外债占有较大比重，2015年美国、日本的外债分别占政府债务的39.56%、29.52%，2009年希腊发生债务危机时外债占比高达97.64%。外债比重较高的国家，当出现经济金融危机时，国外的债权人一般会在第一时间进行追偿，较高的偿债压力及可能由此产生的区域性、系统性财政金融风险等，加速了经济的崩溃。

(二)中国的债务主要是短期流动性问题，美国等西方国家的债务主要是信用问题。债务的本质是在发展过程中对资金的跨期配置：如果债务人的投资回报能够较好地覆盖项目的资金需求，即使适度举债，也仅会产生短期的流动性问题；反之，则会产生严重的信用问题。目前中国经济虽然从高速增长转变为中高速增长，但经济转型升级成效显著，供给侧结构性改革取得明显进展，即使部分项目在短期内难以产生较高的收益，吞噬了资金的流动性，但长期来看，经济的持续增长使债务不会产生信用风险。而美国等西方国家正处于艰难的经济复苏期，特朗普时代的不确定性、英国脱欧、难民潮、恐怖袭击等不稳定因素给其带来沉重负担，随着经济的持续萧条及社会的长期动荡，西方国家债权人担忧借出的债务难以追偿，国家信用评级开始下降，进而产生债务信用问题。

(三)中国的债务主要是投资性、建设性债务，对应有优良的资产，西方国家主要是消费性、保障性债务，以服务民生为主。全国政府性债务审计结果显示，中国政府债务60%以上的资金投向了市政建设、交通运输、保障性住房、土地收储等领域，这些项目主要以增强公共品供给为主，对提高基础设施水平、改善市场环境、带动社会投资等有明显的正溢出效应。其中城市轨道交通、水热电气等市政建设和高速公路、铁路、机场等交通运输设施建设的债务

表1 中美两国政府、居民、企业三部门杠杆率 单位：%

		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2015年 Q2	2015年 Q3	2015年 Q4	2016年 Q1	2016年 Q2	增幅	年均 增幅
政府	中国	33.0	34.1	37.1	40.2	43.7	41.9	42.8	43.7	44.6	45.6	12.6	2.8
	美国	91.6	95.0	96.9	96.8	97.2	94.5	93.8	97.2	97.8	103.5	11.9	2.6
居民	中国	27.7	29.7	33.1	35.7	39.1	37.4	38.4	39.1	40.2	41.8	14.1	3.1
	美国	85.8	82.7	80.9	79.8	78.8	78.8	78.7	78.8	78.4	78.8	-7.0	-1.6
企业	中国	119.9	130.6	140.7	150.0	163.6	156.0	159.0	163.6	167.0	167.6	47.7	10.6
	美国	66.3	66.9	67.7	68.9	70.9	70.2	70.5	70.9	72.0	72.4	6.1	1.4

数据来源：Bank for International Settlements(BIS), Statistical Bulletin, 11 December 2016。

大多形成了优良资产，在相当长时间内都有较好的经营性收入，政府偿债有稳定的现金流保障，债务风险趋向收敛。而美国等西方国家的债务主要用于社会福利、维护社会秩序等领域。如美国政府债务中，债务总额排名前五位的分别是教育、国防、军工、养老金和环境治理，这些领域缺乏与未来偿债相匹配的现金流，债务风险趋向扩散，一旦出现经济金融风险，哪怕债务规模不大，也有可能出现债务问题。希腊债务危机便与其对应的福利水平过高有较大关系。

按照国际清算银行的统计口径，中国全社会杠杆率与美国基本持平，考虑到债务性质及资金投向，如果根据资产负债情况计算净债务，中国的债务水平将进一步降低。就此而论，中国的政府部门、居民部门仍有较大的举债空间，有基础、有条件、阶段性地加杠杆，支持企业部门去杠杆，扩大有效投资，为供给侧结构性改革创造良好的市场环境和政策环境。

在发展、创新、市场、开放中化解中国债务

(一)解决债务问题本质上是要实现经济的企稳增长。债务问题实际上是经济发展问题，债务的化解需要释放经济的活力与创造力，在经济增长中解决

债务问题。在坚定不移推进供给侧结构性改革的基础上，实现经济的可持续发展，提高市场的盈利能力。通过营造良好的宏观环境，适度扩大总需求，改善项目的投资收益率。有序推进“三去一降一补”，逐步消化落后产能，激活传统产能，培育新兴产能，打造经济新的增长极。有效控制债务的总量，逐步优化债务的结构，从量和质上统筹解决中国的债务问题。

(二)创新体制机制提升中国企业的去杠杆能力。全面推动资本市场改革，完善多层次股权融资市场，建设直接融资和间接融资相协调的现代金融市场体系。积极推进企业混合所有制改革，优化企业治理结构，增强企业盈利能力。学习地方政府债务置换成功经验，对于部分杠杆率较高，但又涉及国家安全、国民经济命脉、重大民生的战略性、关键性、基础性企业，探索开展企业债务置换。在市场化、法治化的前提下，试点推进债转股，有效化解企业债务。充分发挥资产管理公司等的作用，设立专门的债务处置基金，专业处置企业债务。加强对房地产等高杠杆企业的监管，优化金融资源在房地产企业的配置，防范系统性风险。

(三)以市场化方式化解中国政府债务。加强与政策性、开发性、社保、保险等中长期、大额资金的合作，精准

化设计融资模式与偿债机制，拓宽政府市场化筹资渠道。积极探索、规范发展PPP、产业基金、资产证券化等投融资新模式，增加政府项目的市场流动性，鼓励社会资本参与公共品建设。健全完善地方政府举债融资机制，在合法合规的前提下增加政府赤字发行债券，优化政府债务结构，防范财政金融风险。加大地方政府债务的置换规模，通过降低地方政府的本息负担，提高地方经济的可持续发展能力。编制地方政府及企业资产负债表，按照政府职能转变及国企“强体瘦身”的改革，盘活存量资产。加快融资平台转型为市场化运营的国有企业，剥离不应由政府承担的隐性债务，厘清政府与市场的债务边界。

(四)加强中国债务问题的对外沟通协调与宣介。科学、客观地看待中国债务问题，不过分唱空，不恶意炒作。大力唱响中国经济前景，稳定国内外各界对中国经济的预期，加强国际市场对中国经济的信心。积极宣介中国化解债务问题的各项措施与举措，及时、定期对外进行有效的沟通与协调，避免国际舆论的过度甚至错误解读。加强债务化解与研究的国际交流与合作，与国际组织、各国政府、研究机构等共同制定更精准的债务评价标准，尝试测算各国净债务。

责任编辑 韩璐