



编者按

防范化解重大风险是“三大攻坚战”的重要任务之一，其中金融风险首当其冲。从整体上看，我国总体及各部门杠杆率均低于发达国家平均水平，债务水平温和可控，但有些部门的杠杆率上升过快，结构性问题突出。因此，要按照供给侧结构性改革的要求，有针对性地引导一些重点部门“去杠杆”，积极稳妥处理好债务问题，切实防范化解金融风险。为此，本报特刊发一组文章，从政府债、企业债、居民债三个角度解析我国债务问题。

居民部门债务风险的累积亟待关注

□ 徐文彬

一国的总体债务规模是由政府、非金融企业和居民三个部门共同构成。近年来，在去杠杆的背景下，我国债务内部结构的杠杆率水平出现了一些积极变化。其中，非金融企业部门的杠杆率从高位开始回落，政府部门的杠杆率总体趋稳。然而，同期的居民部门债务风险却在逐步累积，其加杠杆的趋势正愈演愈烈。居民部门短期内累积债务虽有助于经济增长，但该效应在中长期将会逆转，并导致触发金融危机的可能性增大，由此所产生的潜在系统性风险需高度关注。

我国居民部门加杠杆的趋势日益明显。总体杠杆水平在不断上升。自2008年国际金融危机以来，我国居民部门的杠杆率（用居民部门信贷余额占当年国内生产总值的比例衡量）呈持续快速上升的态势，从2008年的18.8%升至2017年的46.8%，近10年来累计提高了28个百分点，而同期居民部门的信贷余额也从2008年的5.3万亿元大幅增加至2017年的36.7万亿元，累计增量超过30万亿元。

居民部门加杠杆的速度快于同期其他经济体。近10年来，去杠杆成为各国居民部门的总体趋势。全球居民部门的杠杆率水平从2008年的66.8%降至2017年的61.3%，并且以美国为代表的发达经济体的杠杆率水平都有不同程度的减少。但同期，新兴市场经济体的杠杆率却进一步提升，其中有近70%的增长贡献来自于中国。

居民部门新增存贷款的负缺口在逐步扩大。2016年，居民部门在金融机构中的新增存款量首次低于当年的新增贷款量，两者负缺口达到11.7万亿元，约占当年新增存款量的22.7%。2017年，居民部门新增存贷款的负缺口进一步扩大至2.53万亿元，是2016年水平的2倍多。

不断攀升的住房贷款杠杆率成为居民部门加杠杆的主因。其一，住房贷款大幅增长。2008—2017年，居民部门的住房贷款（用中长期贷款下消费贷款衡量）增长迅速，年均增速约25%，超过同期全部贷款16.5%的增速。一方面，从住房贷款存量看，2017年居民部门的住房贷款余额为

根据我国财政部的数据，截至2017年底，全国政府债务余额合计2995万亿元。其中，中央财政国债余额13.48万亿元，占比45.01%，地方政府债务余额16.47万亿元，占比54.99%。如果用政府债务余额除以GDP，可以算出2017年我国政府的总体负债率为36.2%。从横向看，这一数值不仅低于其他主要经济体和一些新兴市场国家的政府负债水平，更是低于国际社会通用的所谓60%的警戒线。从纵向看，这一数值比2016年减少了0.5%，这意味着，我们的政府债务已经出现了期待中的下降之势。众所周知，打好防范化解重大风险攻坚战的号角已经吹响，结合过去几年债务治理的成功经验，有理由相信，我国政府债务快速膨胀的势头得到了遏制，政府负债率正在步入下行通道。

当然，欣喜之下也有隐忧。一些机构对2995万亿元政府债务余额的核算范围尚存疑问。根据2015年1月1日起正式实施的新预算法，发行地方政府债券是我国地方政府举借债务的唯一合法形式，因此，2995万亿元的

政府债务余额仅限于法定的政府债务范围。具体包括三类：一是中央财政国债，二是地方政府债券，三是经清理甄别认定的截至2014年末的地方政府存量债务。但除此之外，有些地方正在变换花样地举借债务，比如以政府投资基金之名变相举借债务，以政府和社会资本合作之名变相举借债务，以政府购买服务之名变相举借债务，还有一些地方政府违法违规提供担保。这些地方政府难以撇清的事实上的债务，并未被涵盖进2995万亿元的核算范围中来。

一些境外媒体过分夸大了我国政府债务尤其是地方政府债务对经济社会发展的负面影响，声称这将引爆系统性经济危机。可以说，诸如此类的观点是片面的，或者是别有用心的。这是因为，我国的政府债务明显区别于西方国家。不应否认，西方国家的政府债务融资主要是用来弥合老体系缺口、弥补公共消费亏空，以及进行再分配，需要不断地“拆东墙、补西墙”，而我国的政府债务融资则较多地用于基础设施和公益性项目，形成

了土地储备、市政建设、交通设施和保障性住房等大量优质资产，有着可观的经营性收入作为偿债来源，偿债基础较为稳固。简而言之，消费性债务与建设性债务的形成基础不同，故而其偿还的逻辑也不同：前者只能通过持续不断的“借新还旧”予以暂时性缓解，结果往往是债务雪球越滚越大，而后者则可以依靠实物资产的运作收入予以清偿，不直接涉及财政的盈亏问题。

通过与西方国家的横向比较，可以拨去我国政府债务悲观论的雾霾。然而，那些仅仅基于横向比较就产生的债务优越感也是断然不可取的。这是因为，在财政支出结构上，今天的中国已经开始在某些方面重复发达国家昨天的故事。近年来，我国财政从过分注重经济转变为适当兼顾民生，有形之手在民生和社会领域发挥了越来越显著、越来越积极的作用。相应地，从纵向看，我们通过举债所获得的资金，如今越来越多地被用于提高社会福利或增加其他公共服务开支。在中国特色社会主义新时代，社会主

要矛盾发生了深刻的变化，人民群众的需要呈现多样化多层次多方面的特点，期盼有更好的教育、更稳定的工作、更满意的收入、更可靠的社会保障、更高水平的医疗卫生服务、更舒适的居住条件、更优美的环境、更丰富的精神文化生活。民心之所望，财政之所向。在牢牢把握人民群众对美好生活的向往的过程中，我国的财政支出必将发生双重变化：一方面，支出规模扩张，即财政支出占GDP比重增加；另一方面，支出结构转变，即财政用于经济事务和非经济事务的资金比例“此消彼长”。深究下去，政府支出的规模扩张和结构转变对财政的挑战截然不同：前者所需的资金或许可以通过增加财政的建设性支出、拓宽财政收入渠道等途径筹集，而后者将根本地改变公共资金的投资回报率，弱化财政收入的可持续增长能力。

债务指标低于所谓的国际警戒线是好事，但决不可掉以轻心。毕竟，警戒线并非“放之四海而皆准”的铁律：在欧债危机爆发过程中，有些国

家的政府负债率指标也不高，但危机并未放过它们。究其原因，债务风险的爆发可能存在着突变，这就好比是烧开水，在有些地方要烧到100度，而在有些地方90度就可能烧开了。联系实际，在一些经济基础薄弱的地方，由于固定资产投资增速高等原因，建设需求和财政实力不匹配，容易违规变相举债，成为风险突变的关键节点。这就需要健全对地方债务风险的评估和预警机制，动态监测高负债率地区的债务状况，及时、全面公开地方政府债务限额、余额、期限、用途等信息，完善地方政府债券信息披露机制。

在打好防范化解风险攻坚战的同时，也要让地方政府和官员干出新气象、实现新作为，这就需要我们进一步在债务管控上“堵后门”“开前门”。“堵后门”就是要严格执行新预算法和担保法，从重、从严整治无序举债、变相举债的乱象。严格落实地方政府的属地管理责任，加大督查问责的力度，坚持谁举债、谁负责，做到终身问责、倒查责任。不仅如此，也要加强跨部门合作，加大对中介机构、金融机构违法违规行为的联合惩戒力度，形成监管合力。“开前门”就是要充分考虑中国经济发展的不平衡不充分问题，要特别注重引导那些欠发达地区用明规则替代潜规则，进一步增加地方政府专项债券的发行规模，合理确定分地区的地方政府债务限额，稳妥推进专项债券管理改革。

从结构入手降低企业负债率和债务风险

□ 潘文轩

2008年国际金融危机以后，我国企业债务快速增长，造成企业的负债率不断攀升、债务风险持续积聚。随着近两年去杠杆的推进，企业负债率出现由升转降的迹象，但债务水平仍处于高位，降杠杆任务依然任重道远。我国企业债务风险较高，不仅是因为债务相对规模较大，更深层次的原因在于债务的结构性矛盾突出，主要表现为债务高度集中在某些行业、不同类型企业杠杆率分化明显等方面。

当前企业负债率偏高，债务风险隐患较大。我国非金融企业部门的负债率（即债务余额占GDP比重），在国际金融危机后快速提高，从2008年的12月的96.3%一路攀升到2016年6月的166.8%。在此之后，受益于去杠杆政策的实施，企业负债率开始由升转降，到2017年末回落至156.9%，相比最高值已降低了约10个百分点，但仍然远高于90%的国际警戒线。另外，我国企业债务在债务总额中所占的比例很高。国际清算银行统计数据显

示，2016年底我国企业债务占非金融债务总额的比重高达65%，明显高于发达国家和其他新兴市场经济国家。由于企业债务增长快且占比高，使得企业杠杆率上升成为推动我国全社会杠杆率攀升的最主要原因。

我国企业负债率长期偏高，与股权融资市场不够发达有密切关系。虽然经过20多年的发展，股票市场功能逐步完善，股票融资规模持续增长，但股权融资相对规模依然偏小，企业总体而言主要还是依靠负债方式融资。另外，城镇化加快推进引致的投资需求扩张、应对国际金融危机所出台的刺激政策，通过叠加效应驱动企业债务快速增长，使本已偏高的企业负债率在2008年后继续不断攀升。需要注意的是，在企业负债率大幅提高的同时，企业的投资效率和盈利能力却在一定程度上趋于下滑。以非金融企业盈余占增加值比重衡量，该指标值从2008年的45%下降到2015年的41%，降幅较明显。这表明企业是在逆势加杠杆，偿债能力总体上趋于弱化，导致债务风险变得更为严峻。

结构性矛盾是企业债务问题的主要症结所在。我国企业债务问题，不仅是一个总量问题，更是一个结构问题。企业负债率高、债务风险大是从整体上而言的，具体到不同行业、不同企业与不同类型债务，情况各异。

企业债务的集中度较高。企业债务在各行业的分布很不平衡，高度集中在资本密集度较高、以投资驱动为主的一些产业，包括公用事业、交通运输业、建筑业、房地产业等。2017年，上述四大行业债务在全部企业债务中的占比超过了50%。然而，这些行业的债务产出比明显高于行业平均水平，且在2008年后快速上升，表明其债务偿付能力不容乐观。从所有制角度看，企业债务分布失衡现象也较突出，国有企业所占比重相对偏高。根据国家统计局公布的数据，2016年我国工业部门中，国有及国有控股企业在产出中的占比仅为25%，但在债务中的占比则达到了42%。

债务率的路径格局较明显。国际

金融危机以后，国有企业的负债率迅速攀升，至于非国有企业，其债务水平不仅未出现提高态势，还在一定程度上趋于下降。我国企业负债率的提升，实际上是由国有企业负债率上升所造成的。国有企业债务高企的成因比较复杂，从体制上看主要归因于国有企业预算软约束、信贷配置存在所有制偏向等。而在国有企业中，产能过剩行业中僵尸企业的杠杆率又显著高于其他企业。此外，大中型企业的负债率比小微企业高出不少，这与不同规模企业债务融资的难易程度有密切关系。

债务来源结构呈现新变化。长期以来，银行贷款在我国企业债务中占据绝对主体地位。但自2008年以来，随着债券市场加快发展，公司债券在企业债务融资中的份额逐步提高。与此同时，作为规避金融管制与推进金融创新双重作用的产物，影子银行信贷规模也在持续扩张。受此影响，在金融危机后的9年中，企业债务中的银行贷款比重从70%以上跌至61%左右，而公司债券、影子银行信贷的份额则分别提高了约16%和20%。由于影子银行游离于传统的金融监管体系之外，潜在风险较高，其占比的提高可能会抬升企业债务的总体风险水平。

分析我国企业债务问题，还需要关注宏观负债率与微观负债率变化不一致的现象。在度量我国企业债务水平时，出于国际可比性考虑，多使用债务余额占GDP比重这一宏观负债率指标；但如果用微观负债率（即资产负债率）指标进行考察，会发现其与宏观负债率变化趋势不一致。虽然金融危机后企业债务余额占GDP比重不断上升，但企业资产负债率则是下降的。为什么会出现这种情况呢？究其直接原因，在于企业的资本使用效率趋于恶化，导致资本产出比快速上升，且其增幅又大于资产负债率的降幅。进一步探究，资本使用效率恶化的根源，又在于经济结构不合理、资源配置结构扭曲。

按结构性降杠杆思路继续降低企业资产负债率和债务风险。分析我国企业债务的现状特点可以看出，降低企业杠杆率和债务风险的重点和难点，主要落在国有企业、僵尸企业、投资驱动型产业及影子银行信贷上。针对企业负债的这种结构性特征，今后一个阶段，需按照中央财经委员会提出的“结构性去杠杆”思路，明确主攻方向、实行分类施策、提高政策针对性，从而更有效地降低企业负债率、化解债务风险。

大力推进国有企业降杠杆。在国企中积极开展“两金”压控工作，促进应收账款回笼、清理低效无效存货，在此基础上加快资金周转，增强企业偿债能力。引导国企以市场化法治化方式开展债转股，将具有较好发展前景的高负债企业作为重点支持对象。加强对国有企业降杠杆的绩效考核，提高负债率控制指标在国企业绩考评体系中的权重，对负债率上升过快的企业进行约谈。继续深化国有企业混合所有制改革，拓宽股权融资来源渠道。