



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2018 年第 13 期

（ 总第 135 期 ）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2018 年 03 月 19 日

防范化解债务风险，维护新时代国家安全

张兵 魏玮

【内容简介】通过与美国、日本等发达国家以及巴西、印度、俄罗斯和南非等新兴经济体和发展中国家进行国际比较发现，我国非金融部门的债务率及债务率缺口明显过高。我国债务率过高主要是非金融部门公司债务率大幅攀升造成的。我们应通过加快国企改革等措施降低非金融部门公司债务率，同时遏制家庭债务率过快增长势头、稳定政府债务率，从而切实防范化解债务风险，有效维护新时代国家经济安全。

党的十九大报告对于贯彻新发展理念、建设现代化经济体系做出了重要部署，其中强调“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。同时，十九大报告中所提出的新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略也强调要“坚持总体国家安全观”。当前，中国的债务杠杆问题特别是地方债务问题突出，对国家的经济安全构成了威胁，已引起各方的广泛关注。我们基于新时代国家安全中的经济安全角度，对比我国与其他代表性国家的债务率以及债务率缺口，分析我国债务率过高原因，并提出维护我国经济安全、防范金融风险、保障新时代国家安全的相关政策建议。

一、我国债务率的国际比较

（一）私营非金融部门债务率

我们首先基于国际清算银行（BIS）公布的各国私营非金融部门（Private non-financial sector）的债务率及债务率缺口（债务率缺口是运用HP滤波法测算的潜在私营非金融部门债务率与实际债务率之间的差额）数据，选择代表性国家进行国际比较。我们选择的代表性国家包括美国、日本、巴西、印度、俄罗斯和南非。其中，美国是目前全球经济实力最强的国家，日本是亚洲唯一的发达国家，巴西、印度、俄罗斯和南非则与中国同为“金砖国家”。我们选取这些国家作为代表，将其各自的私营非金融部门债务率及债务率缺口与中国的数据进行对比，可以较好地判断中国的债务率水平和特点。

通过图1对比可以发现，自1996年第一季度以来，中国的私营非金融部门债务率远远高于其他四个“金砖国家”。巴西和南非的债务率在近20年间均呈现稳定趋势，南非的债务率稳定在70%左右、巴西的债务率则稳定在60%左右。印度和俄罗斯的债务率虽然在近20年间呈现上升趋势，但是上升速度较为缓慢，并且印度自2009年第一季度以来债务率趋于稳定，俄罗斯的债务率自2015年

第一季度开始呈现下降趋势。相较之下，中国的债务率在近20年间呈现上升趋势，不仅在“金砖国家”行列债务率显著偏高，而且从2012年开始上升趋势更为明显，至今仍未呈现降低的趋势。

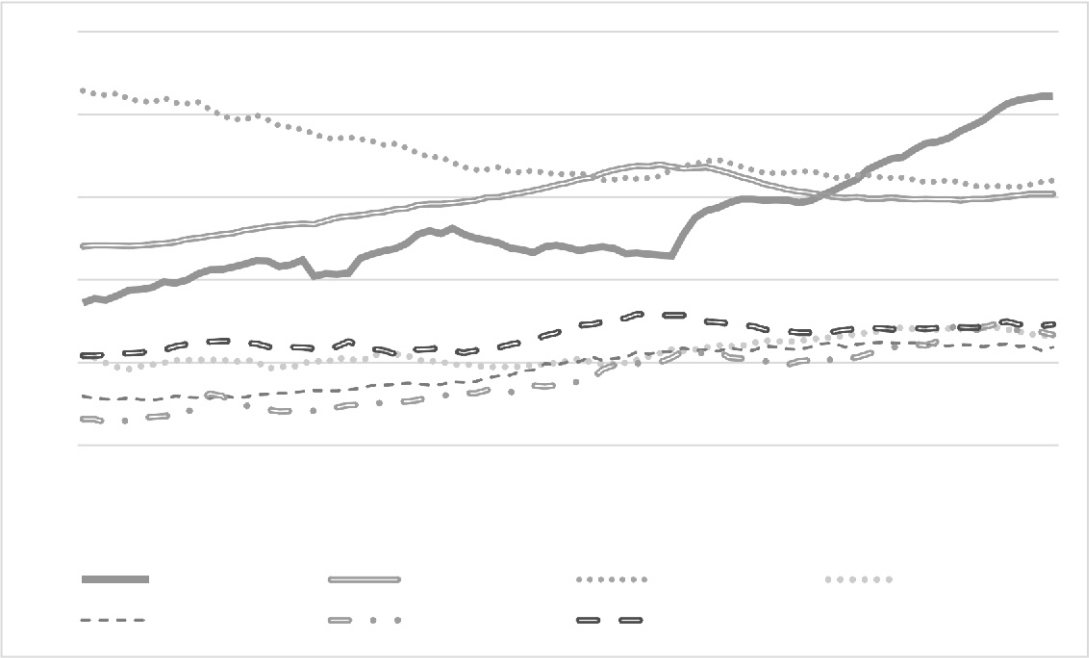


图1 各国私营非金融部门债务率比较

数据来源：BIS credit-to-GDP gap statistics.

通过进一步与美国和日本的私营非金融部门债务率对比可以发现，中国的债务率于2012年第二季度超过美国，于2013年第一季度超过日本。更为严重的是，日本债务率自1996年开始呈现下降趋势，近几年稳定在160%左右，美国则是自2008年金融危机之后，债务率持续下降，近几年稳定在150%左右。而我国的私营非金融部门债务率不仅上升趋势开始加剧，而且于2015年第四季度突破了200%的水平，仅一年后，中国债务率于2016年第四季度又超过了210%，并且这一增长趋势仍未得到有效遏制。

由于不同国家的发展情况不尽相同，则债务率的长期趋势也有所不同。我们接下来通过对比中国与代表性国家的私营非金融部门债务率缺口，分析中国债务率水平偏离其长期趋势的程度是

否也较为严重。

通过图2对比可以发现，日本的债务率缺口水平在2010年前都处于负值，远远低于其他国家。1996年第一季度至2009年第一季度，中国的债务率缺口都较为正常。在1996年第一季度至2005年第一季度期间，中国债务率缺口水平与其他四个“金砖国家”以及美国的债务率缺口都十分近似，在2005年第一季度至2009年第一季度期间，中国债务率缺口甚至远远低于以上五个国家的债务率缺口，呈现负值，这意味着在此期间中国债务率水平低于债务率的长期趋势。但是自2009年第二季度以来，中国的债务率缺口持续高于其他四个“金砖国家”以及美国、日本的债务率缺口，且高出的差距不断增大。虽然自2016年第一季度以来，我国的债务率缺口开始出现下降趋势，但是截至2017年第一季度，我国的债务率缺口水平仍是远远高出我们所选代表性国家的债务率缺口。这在一个侧面反映出，我国不仅债务率水平偏高，而且我国债务率偏离其长期趋势的程度也十分严重。

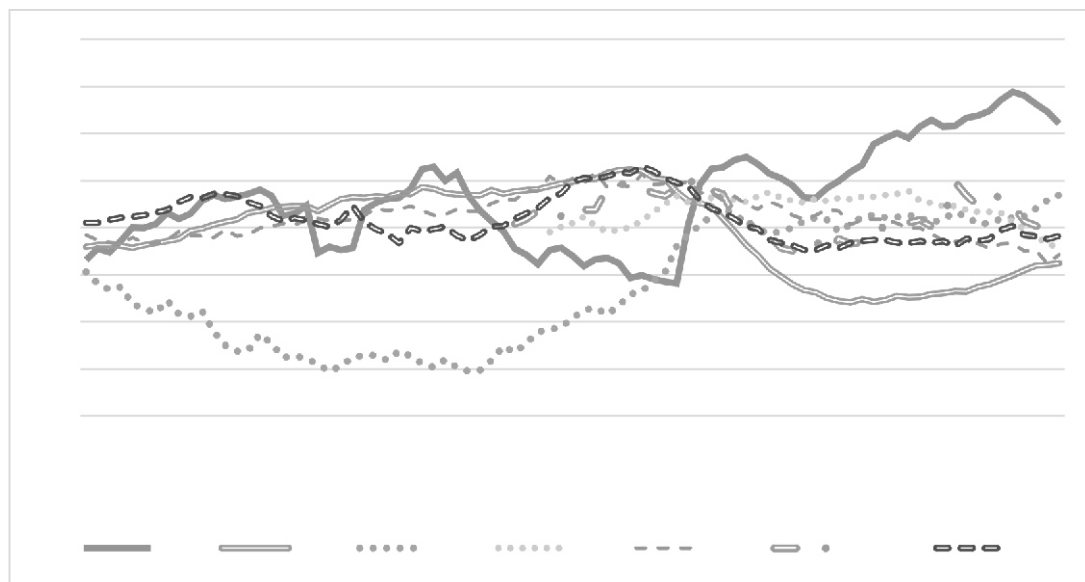


图2 各国私营非金融部门债务率缺口比较

数据来源：BIS credit-to-GDP gap statistics.

（二）政府债务率

国际清算银行公布的credit-to-GDP gap statistics中，债务率指的是私营非金融部门债务率，而一国非金融部门债务率不仅包括私营非金融部门债务率，还包括政府债务率。为了更为全面地分析我国的总体债务率水平，我们进一步比较中国与代表性国家的政府债务率。

通过图3比较可以看出，我国的政府债务率与选择的代表性国家（除俄罗斯外）相比相对较低，在近二十年间，我国的政府债务率均稳定在50%以下。但是近二十年间我国政府债务率还是呈现出缓慢增长的趋势，从1996年的21.5%上升至2017年第一季度的46.9%，虽然我国的政府债务率与其它国家相比尚且存在一定的上升空间，但是我们仍应重视政府债务率特别是地方政府“隐性”债务的上升趋势，以防政府债务率超过合理区间。

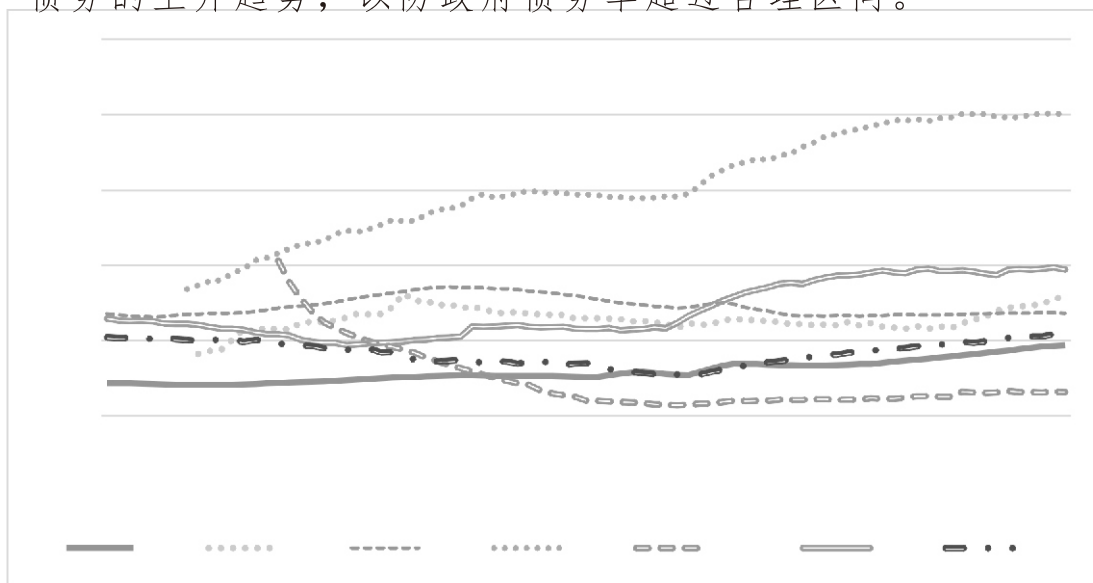


图3 各国政府债务率比较

数据来源：BIS total credit statistics.

二、我国债务率过高的原因分析

国际清算银行公布的credit-to-GDP gap statistics所统

计的债务率是私营非金融部门债务率，包括家庭债务率和非金融部门公司债务率。从图4可以看出，我国债务率过高主要是非金融部门公司债务率过高造成的，并且在近10年间，非金融部门公司债务率整体呈现大幅上升趋势。政府债务率在近10年中变化不明显，在非金融部门债务率中占比也较为稳定。家庭债务率在非金融部门债务率中占比最小，但是在近10年间增长迅速，当前已经与政府债务率水平十分接近。

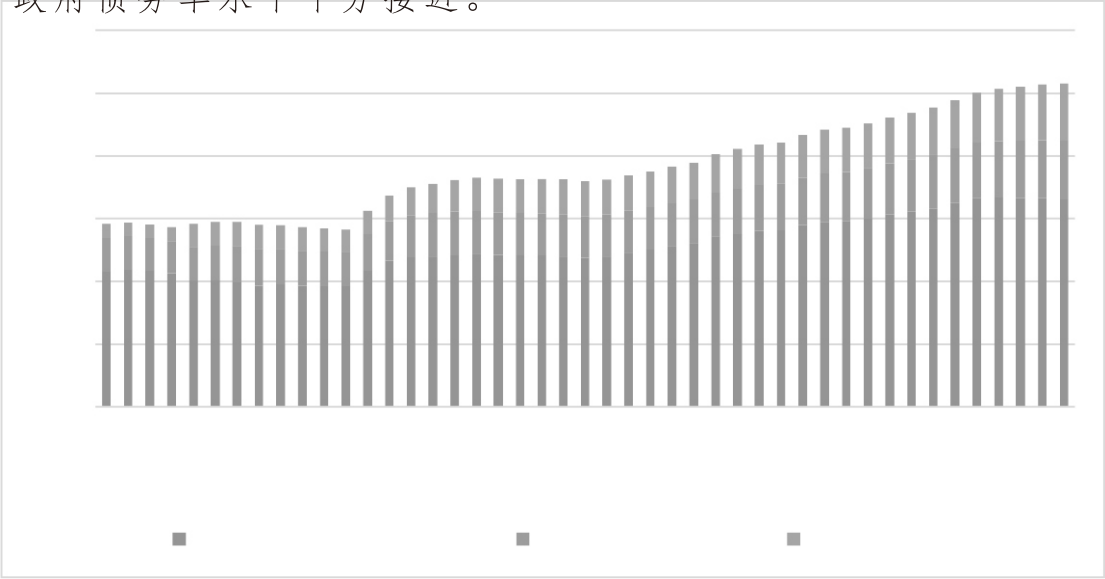


图4 中国各种债务率占比的变化

数据来源：BIS total credit statistics.

从图5可以看出，除了2008年金融危机前后中国的非金融部门公司债务率略低于日本，在2006年第一季度至2017年第一季度期间，中国的非金融部门公司债务率均远远高于所选代表国家。自1996年第一季度以来，其他四个“金砖国家”的非金融部门公司债务率均稳定在30%~60%区间内，美国的非金融部门公司债务率则是稳定在60%~80%区间，日本的非金融部门公司债务率虽然较高，但在1996年~2006年这10年间其非金融部门公司债务率持续下降，从140%降至100%左右，并且在2006年至今的十年间一直稳定在100%这一水平。中国的非金融部门公司债务率是所选择的代

表国家中上升趋势最为显著的国家，从2008年第四季度的96.3%持续上升至2017年第一季度的165.3%，虽然自2016年第二季度开始，这一上升趋势稍稍得到缓解，但也并未表现出明显的下降趋势。

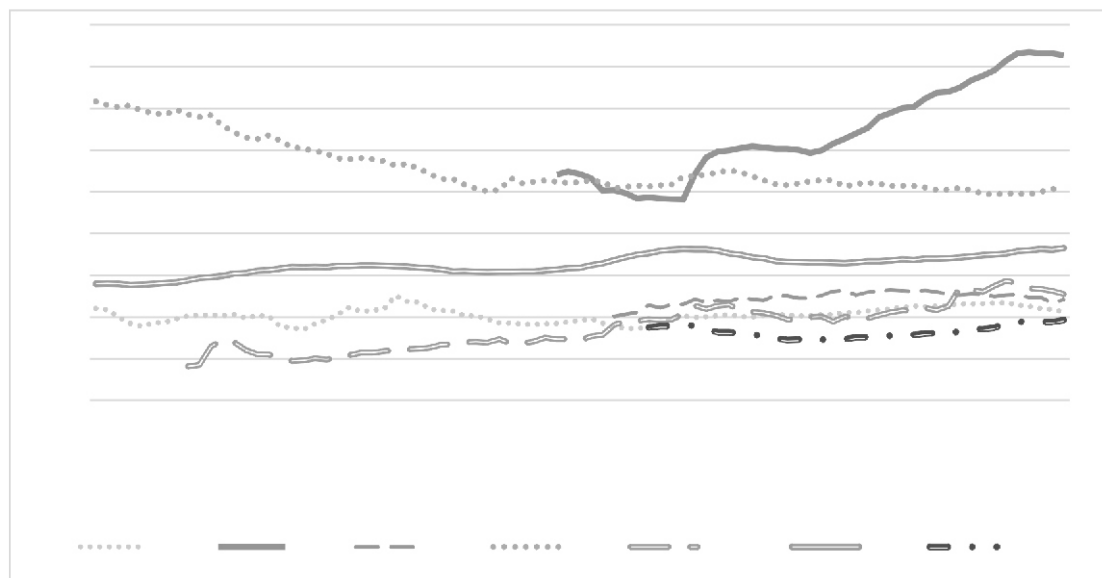


图5 各国非金融部门公司债务率比较

数据来源：BIS total credit statistics.

我国的非金融部门公司债务率过高与我国的经济发展模式有一定关系。长期以来我国的经济增长动力在于消费、投资、出口“三驾马车”，特别是经济发展过度依赖投资，致使企业信用杠杆不断扩张，从而导致我国的非金融部门公司债务率居高不下，而我国国有企业负债率过高又是我国非金融部门公司债务率过高的主要原因。由于国有企业的特殊性，使得一些发展陷入困境的国企仍能不断通过信贷维持运营，形成“僵尸企业”，这不仅加大了我国的非金融部门公司债务率，同时浪费了社会资源，还加大了全国呆坏账的比例，对我国的经济安全造成巨大威胁。除此之外，政府为了扶持国有企业的发展，也增加了政府债务，所以国有企业的无效运营严重加剧了我国的总体债务风险。此外，由于我国的融资渠道尚不完善，直接融资发展尚不成熟，导致企业

严重依赖于发行债券进行融资，这也导致了我国的非金融部门公司债务率不断提高。

从图6中可以看出，我国的家庭债务率显著低于美国和日本，但是我国的家庭债务率一直呈现上升趋势，且上升幅度均高于所选的代表国家。我国的家庭债务率于2015年第一季度超过俄罗斯，成为“金砖国家”中家庭债务率最高的国家，并且这一趋势仍在持续，而且有增大差距的可能。虽然我国的家庭债务率相比于美国和日本较低，但是近十年来，美国和日本的家庭债务率都呈现出缓慢的下降趋势，而我国的家庭债务率上升趋势十分显著，十年间我国家庭债务率从10%左右上升到45%的水平，存在着潜在隐患。

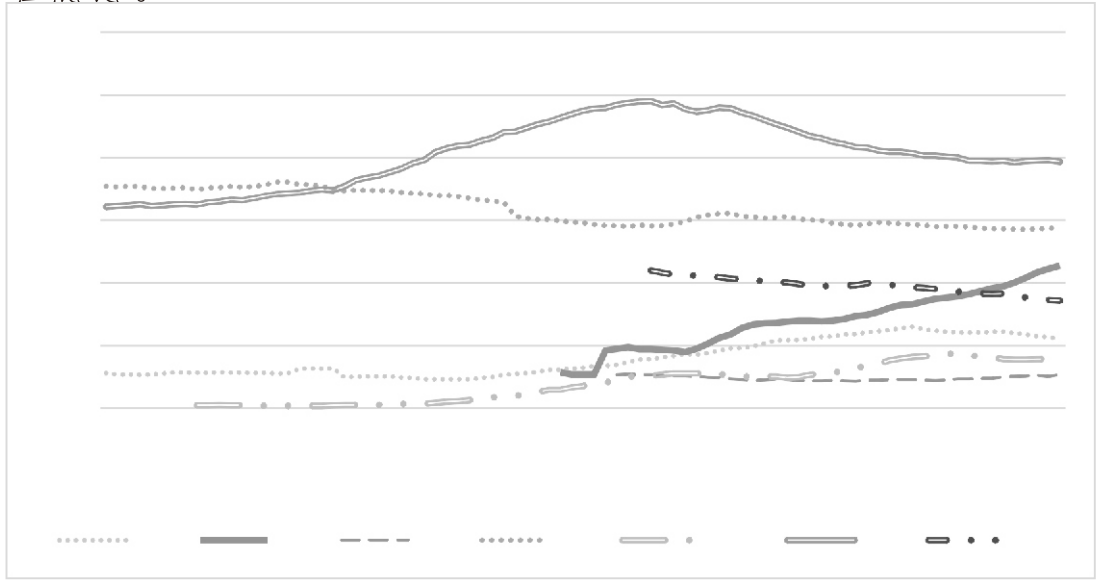


图6 各国家庭债务率比较

数据来源：BIS total credit statistics.

我国家庭债务率快速攀升与我国房地产价格息息相关。近年来，我国经济“新常态”增速放缓，习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”，其中“三去一降一补”中“去库存”主要就是为了化解房地产库存，激活房地产市场，扩大内需，从而拉动经济增长。但是，房地产行业存在的各种投机行为导致的房价虚高使得家庭的房贷水平迅速提高，从而提高了家庭债务率。此外，

二胎政策的放开也扩大了居民的住房需求，这同样会加剧中国的家庭债务率。虽然相较于发达国家美国和日本，我国的家庭债务率还有一定的上升空间，但是家庭债务率的快速增长应当引起高度重视。

三、防范化解我国债务风险的对策

我国的非金融部门公司债务率明显超出了其合理水平，而国有企业负债率过高又是我国非金融部门公司债务率过高的主要原因。为解决这一问题，我国政府应加快国企改革，加大对国企呆坏账的处理力度，用好市场化法治化债转股工具，发展私募股权投资基金（PE）等多元化投资主体，切实帮助企业降低债务杠杆率，努力推动“僵尸企业”市场出清。正如十九大报告中所指出，应“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。”此外，我国政府还应该完善资本市场，逐渐放开直接融资渠道，进而降低企业债券融资的比重，如十九大报告所述，应“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。需要注意的是，当前投资对我国高质量的经济的发展仍十分重要，十九大报告指出，要“深化投融资体制改革，发挥投资对优化供给结构的关键性作用”，则在解决我国的非金融部门公司债务率过高的问题时，也应兼顾投资对于稳定我国经济中高速增长的重要性，不能急于求成，应在保持经济平稳增长的前提下，通过有效措施降低非金融部门公司债务率。除此之外，在完善融资渠道时，还应注意防范金融风险，在放开直接融资渠道前应做到“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。

为了遏制家庭债务率过快上涨趋势，政府应进一步完善我国的住房制度，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，严

厉打击房地产投机行为，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，切实稳定房价，这将有利于控制我国家庭债务率过快上升趋势，对于防范化解我国债务风险具有重要意义。

总之，当前我国应着力降低非金融部门公司债务率、遏制家庭债务率过快增长势头、稳定政府债务率，从而切实防范化解债务风险，有效维护新时代国家经济安全。

【作者简介】

张兵，南开大学经济学院，教授、博士生导师。

魏玮，南开大学经济学院研究生。

