

论文 NO. 2017 年 5

发表时间：2017 年 5 月 1 日

利息负担与债务可持续性

张晓晶 刘学良

摘要：当前政府部门微弱去杠杆只是暂时现象，并非趋势性变化。未来政府部门仍可能渐进加杠杆

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

实体部门去杠杆仍任重道远

过去 20 年，中国的杠杆率总体都是上升的。2008 年金融危机以来，杠杆率攀升尤为迅速。不过，中国经济加杠杆的态势在 2016 年得到了初步遏止。根据我们的最新估算，2016 年实体部门杠杆率为 227%，比上年的 228% 略降 1 个百分点。可以说，实体部门去杠杆略有成就，但仍然任重道远。

1. 居民部门加杠杆迅速，仅 2016 年杠杆率就上升了近 5 个百分点。近两年，居民部门加杠杆迅速。其中，仅 2016 年，居民部门杠杆率就上升了近 5 个百分点；就规模而言，居民部门债务比上年增加了 6 万多亿元。国际比较来看，发达经济体居民部门杠杆率都远高于中国，这也是为什么危机以来，发达经济体居民部门去杠杆明显。而在中国，居民部门加杠杆还有较大空间。不过，居民部门如此迅速地加杠杆，也面临较大风险。特别是，尽管中国居民部门债务与 GDP 之比处在相对较低的水平，但考虑到中国居民部门净财富仅占全社会净财富的 40%-50%，远低于发达经济体 70%-90% 的水平，因此，从居民债务占居民净财富的比重来看，中国居民部门的杠杆率水平就非常高了。这是我们在讨论居民加杠杆空间时值得格外重视的方面。

2. 非金融企业部门杠杆率上升暂时中止，但企业去杠杆仍是重中之重。非金融企业部门去杠杆一直是重中之重。根本原因在于，中国非金融企业的杠杆率在可资比较的国际样本中一直是最高的。根据最新估算，2016 年非金融企业部门的杠杆率比上年下降 1 个百分点（这里的企业杠杆率包含了融资平台）。也就是说，处于不断攀升趋势的企业杠杆率得到了暂时的遏止。随着新《预算法》的出台，自 2015 年起通过融资平台借的债务中央政府不再承认，这可能也使得一些平台债务从地方政府剥离，变成了企业部门的债务。这是我们在进行部门杠杆率估算和风险评估时需要注意的。

3. 政府部门微弱去杠杆，恐非趋势性变化。我们的估算表明，2016

年政府部门债务为 41.4 万亿元，占 GDP 的比重为 55.6%，政府部门杠杆率比上一年下降 1.2 个百分点。考虑到数据的一致性与可比性，这里政府部门的债务包含了融资平台债务。如果剔除融资平台债务，政府部门的杠杆率就会大幅减少。虽然新《预算法》的出台，使得融资平台债务与政府债务完成了法律上的“切割”或分离，单从数字上政府债务比以前“好看”了，但“后融资平台时期”地方政府新的或有债务风险需要格外警惕。这主要体现在，地方政府通过设立各类政府性投资引导基金，规避新《预算法》的有关规定，并与 PPP 相结合（特别是有的地方政府财政资金杠杆率竟高达 16 倍），或成为地方债务的新风险点。从国际比较看，政府部门加杠杆是危机以来的基本趋势。就中国而言，尽管地方政府债务问题存在较大隐患，但中央政府仍有加杠杆的空间。如果分部门看，在企业部门去杠杆的同时，政府部门需要加杠杆以维持相对稳定的总需求。从这个角度理解，当前政府部门微弱去杠杆只是暂时的现象，并非趋势性变化。未来政府部门仍可能渐进地加杠杆。

实体部门利息负担高出增量 GDP 很多

我们将居民、非金融企业、中央政府和地方政府所支付的利息加总，就得到整个经济实体部门的债务水平和利息支出。其中，截至 2016 年底，实体部门债务余额（剔除地方融资平台重复计算的部分）为 168.8 万亿元，实体部门杠杆率为 226.9%，实体部门的利息支出为 8.24 万亿元，占 GDP 的比例为 11.08%。

将 2008 年以来历年的实体经济部门利息支出总额和每年增量 GDP 进行对比，可以发现，在 2011 年之前，实体部门利息支出总额均小于每年的增量 GDP。从 2012 年开始，随着经济增速的进一步下滑和杠杆率的攀升，新增 GDP 已低于每年所需支付的利息总额，且这一差异正在进一步扩大。2015 年，实体部门利息支出已达到当年增量 GDP 的两倍，尽管这一趋势在 2016 年有所缓解，但利息负担

仍达到增量 GDP 的 1.4 倍。换句话说，每年增量 GDP 用于支付利息还不够。过高的利息负担已经成为经济前行的重负，是经济持续健康发展的绊脚石。

多维度视角下的债务可持续性

考察债务的可持续性，我们选择了以下三个维度：一是考察实体部门利息负担，特别是它与增量 GDP 的比重，剖析较高的债务能否持续“滚动”下去；二是考察政府部门作为债务危机的最后贷款人，其本身的债务持续性如何；三是从主权资产负债表的角度，讨论主权资产可否覆盖不断增长的政府债务。

1. 实体部门利息负担视角。首先，高储蓄不能保证利息负担较低。中国当前储蓄率仍然很高，从而保证了充足的资金供给。如果将利率看作是资金供求的价格，未来利率不会大幅攀升。但仅有高储蓄率并不能保证利率水平较低，因为从储蓄到投资，经历了许多链条，如果每个链条层层加码，最终融资成本就会大幅上升，从而利息负担加重。这正是中国当前金融体系的问题所在。其次，中国去杠杆在短期内难有突破性进展，而美国又处在加息周期，中国国内利率上升较难避免，以上两个因素共同作用，导致利息负担有进一步加重的风险。第三，如果经济增长率还有所下滑的话，利息负担占增量 GDP 的比重还会进一步上升。

2. 政府债务可持续性视角。任何金融危机本质上都是债务危机，而政府在危机中负有最后贷款人的责任。尽管我们分别考察各个部门的杠杆率并剖析其隐含的风险，但显然，政府部门杠杆率的动态演进最值得关注，因为这直接关系到政府有没有能力应对债务过快增长引发的危机。我们对政府部门杠杆率的动态情景模拟表明：在未来的 20 年，政府部门杠杆率还是会逐步攀升，并未出现收敛的趋势。收敛时间的长短，既取决于初始的政府杠杆率，也取决于实际增长率与实际利率之差。而在悲观和中性情景中，政府部门杠杆率会持续走高，出

现爆发性增长。

3. 主权资产负债表视角。2000-2015 年，中国主权负债从 19.3 万亿元上升至 126.2 万亿元，上升了 5.5 倍；中国的主权资产也同步增长，从 35.9 万亿元上升至 229.1 万亿元，上升了 5.4 倍。这样，中国政府所拥有的资产净值在该段时期显著上升，从 16.5 万亿元上升至 102.9 万亿元，上升了 5.2 倍。这表明，虽然作为最后贷款人的政府，其负债在不断累积，但同时政府资产也在不断增长。重要的是，无论宽口径还是窄口径（主要估算易变现的资产），中国的主权资产净值始终为正。这意味着相当长时期内，中国发生主权债务危机的可能性极低。但养老金缺口、银行显性及隐性不良资产，特别是“后融资平台时代”地方政府新的或有负债风险值得关注。

综合以上三个维度，从利息支付角度看，未来利息负担可能有所加重，从而不利于债务的可持续性。从政府债务率看，中期仍然处在不断上升的态势，意味着债务风险在上升。但结合国家资产负债表，一方面，政府资产也在不断上升，另一方面，如果政府创新配置资源方式，即通过大幅度减少政府对资源的直接配置，更多引入市场机制和市场化手段，提高资源配置的效率和效益，则政府应对风险的能力将上升，从而使债务的可持续性得以保障。