

本书为国家社科专项基金“健全国家金融安全体系研究”
(项目批准号: 18VSJ036) 阶段性成果

中国杠杆率 研究

董小君 等著

杠杆率一般是指权益资本与资产负债表
中总资产的比率, 微观层面反映公司的还款能
力与负债风险, 宏观层面反映政府部门、家庭
部门和非金融企业部门的负债风险

国家行政学院出版社

本书为国家社科专项基金“健全国家金融安全体系研究”（项目批准号：18VSJ036）阶段性成果

中国杠杆率研究

董小君 等著

国家行政学院出版社

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国杠杆率研究/董小君等著. —北京: 国家行政学院出版社, 2019. 1
ISBN 978-7-5150-2159-1

I. ①中… II. ①董… III. ①财务比率—研究—中国 IV. ①F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 151933 号

书 名 中国杠杆率研究

作 者 董小君 等著

责任编辑 陈 科

出版发行 国家行政学院出版社

(北京市海淀区长春桥路 6 号 100089)

(010)68920640 68929037

编 辑 部 (010)68928764

经 销 新华书店

印 刷 北京宝丰印刷有限公司

版 次 2019 年 1 月北京第 1 版

印 次 2019 年 1 月北京第 1 次印刷

开 本 170 毫米×240 毫米 16 开

印 张 14.5

字 数 260 千字

书 号 ISBN 978-7-5150-2159-1

定 价 41.00 元

本书如有印装质量问题, 可随时调换, 联系电话: (010)68929022

前 言

观察一个经济体是否会爆发金融危机，“杠杆率”高低是一个领先指标。源于2008年美国华尔街爆发的一场百年不遇的全球性金融危机，本质上是一场杠杆率不断攀升的危机。危机前不同的经济体都在加杠杆，随着杠杆率不断上升，系统性风险不断积累。“降杠杆率”成了各国化解风险的重要途径。中国作为世界第二大经济体和最大的发展中国家，近年来随着杠杆率不断上升，宏观经济全局性、系统性的金融风险也在不断积累。从监管部门到地方政府，都认识到了这种风险。党的十八届五中全会关于“十三五”规划建议，明确指出要降低杠杆率，2015年中央经济工作会议再次明确提出去杠杆的任务。2017年中央经济工作会议强调，要使宏观杠杆率得到有效控制。2018年中央财经委员会第一次会议又提出结构性去杠杆。这充分说明了降低宏观杠杆率是党中央的重要关切。党的十九大和2017年来召开的中央经济工作会议均指出要防范化解重大风险，其中降低宏观杠杆率就是重中之重。

本书的研究内容包括杠杆率导论、中国总杠杆率研究、政府部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率、去杠杆的国际经验。其中，杠杆率导论与中国总杠杆率共同构成总报告，政府部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率、去杠杆的国际经验分别形成子报告。具体来说：（1）子报告一为政府部门杠杆率，从政府部门债务可持续性、地方政府部门债务违约风险，以及债转股政策的国际经验和国内实践，分别研究政府部门杠杆率。（2）子报告二为非金融企业杠杆率，非金融企业杠杆率问题较为突出，尤其是国有企业，该部分从我国非金融企业杠杆结构性问题、非金融企业去杠杆两部分分别论述。（3）子报告三为去杠杆的国际经验，

从美国、欧洲和日本这三大经济体去杠杆的政策实践，寻找中国去杠杆之策。

较之前学者的研究，本书主要有五个特点：一是运用历史数据和预测结论，分析我国杠杆率的水平和结构特点；二是采用模型方法，研究我国政府总债务的可持续性和地方政府债务的违约风险；三是采用案例分析法，选取国际国内案例，研究债转股的经验与实践；四是通过数据挖掘法，探究我国非金融企业杠杆的结构性问题，并运用模型进行验证；五是通过横向比较法，探究国际去杠杆的经验。

本研究为董小君主持的2018年国家社科专项基金“健全国家金融安全体系研究”（项目批准号：18VSJ036）阶段性成果，参与本研究的课题组成员时红秀、徐杰、马小芳、钟宁桦和王学凯。全书由董小君统稿、审稿和定稿。

作者

2018年5月

目 录

第一章 杠杆率导论.....	1
第一节 基本概念与国家资产负债表.....	2
第二节 中国分部门杠杆率和总杠杆率估算.....	6
第三节 去杠杆的国际比较	13
第二章 中国总杠杆率	16
第一节 我国杠杆率水平及结构性特点： 基于 1996—2020 年数据分析.....	16
第二节 在经济下行周期背景下：高杠杆率会导致系统性风险	23
第三节 “降杠杆”政策体系设计：宏观与微观层面共同发力	30
第三章 政府部门债务可持续性	39
第一节 背景	39
第二节 理论与方法	47
第三节 模型与实证	54
第四节 中国政府债务可持续的压力测试	65
第五节 小结与政策启示	72
第四章 全国地方政府债务违约风险	80
第一节 地方政府债务规模	80
第二节 地方政府债务风险管理	84

第三节 文献及预测方法	88
第四节 实证与分析	92
第五节 政策建议	96
第五章 债转股政策的国际经验与国内实践	100
第一节 本轮债转股与 20 世纪 90 年代末债转股对比	100
第二节 政府救助大企业的国际经验	109
第三节 美国政府救助大企业的案例介绍	117
第四节 中国二重债转股及企业重整案例	127
第五节 政府推动债转股：为什么？应该怎么做？	143
第六节 以债权银行为主导实施市场化债转股的设想	149
第六章 我国非金融企业杠杆结构性问题	153
第一节 背景	153
第二节 哪些非金融企业的负债率高了？哪些低了？	162
第三节 负债率的变化是否有经济基本面的支持？	168
第四节 资金的供给是否符合利润原则？	177
第五节 结论和政策性评论	180
第七章 非金融企业去杠杆	182
第一节 国有企业杠杆率	182
第二节 “僵尸企业”去杠杆	188
第八章 美、欧、日去杠杆的经验与启示	193
第一节 美国：主动去杠杆，多措并举，效果良好	193
第二节 欧洲：欧央行主导，财政政策实施不力，去杠杆效果一般	201
第三节 日本：被动去杠杆，未推进结构性改革，去杠杆效果欠佳	207
第四节 美国、欧盟、日本等国去杠杆：比较与启示	210
参考文献	215

第一章 杠杆率导论

高杠杆导致全球金融危机。本轮全球危机是一场债务危机，是一场杠杆率不断攀升的危机。因此，“降低杠杆率”（去杠杆）是走出危机的必要条件。2007年之前，全球杠杆率的上升主要由发达经济体导致；2007年以后，全球杠杆率的上升则主要归因于发展中国家。这意味着，若不施以有效管理，发展中国家可能成为下一轮债务危机的主角。中国作为杠杆率不断提高的世界上最大的发展中国家，对于这一凶险的预言，不可不察。今后一个时期我国实体经济的主要风险，将集中体现为经济增长速度下滑，产能过剩、房地产库存增加、企业困难加剧和失业率上升的风险将因此凸显。与之对应，今后一个时期我国主要的金融风险，将集中体现为杠杆率攀升、债务负担加重和不良资产增加。因此，密切结合实体经济的去产能、去库存和处理“僵尸企业”的步伐，以处理不良资产为抓手，稳步“去杠杆”，应成为我国今后一段时期金融工作的中心任务。党的十八届五中全会关于“十三五”规划建议明确指出：要“降低杠杆率”。紧随其后召开的2015年中央经济工作会议重申了这一要求，并全面提出了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的任务。

本章从杠杆率内涵及范围概念入手，提出国家资产负债表是分析杠杆率的合适框架，对国家资产负债表的国际经验进行了梳理，同时对国家资产负债表的国内运用进行了总结；然后对中国分部门杠杆率和总杠杆率进行了估算，最后对去杠杆进行了国际比较。

第一节 基本概念与国家资产负债表

一、杠杆率内涵及范围

“杠杆率”是2008年源于美国爆发的世界金融危机后国际银行监管领域新设的监管指标，典型意义上的杠杆率是指商业银行持有的一级资本与调整后的表内外资产余额的比率。在经济研究中，分析“杠杆率”有两个视角。微观上，“杠杆率”一般是指经济主体的资产负债数量关系。在负债方，反映企业某一时点的负债总额及其结构，揭示企业现今与未来需要支付的债务数额、偿债紧迫性和偿债压力大小；在资产方，反映企业资产总额及其构成，揭示企业在某一时点所拥有的经济资源、分布情况及盈利能力。将负债和资产结合起来，可据以评估企业的绩效，分析其财务的弹性和安全性，考量其偿债能力及经营的稳定性。在统计上，负债与股权之比、资产与股东权益之比、资产与负债之比，以及上述指标的倒数，都可用于衡量杠杆率。宏观上，“杠杆率”可以用国家的总负债/总资产来计算，也可以用总债务/GDP来计算。

在本文中，我们采用的杠杆率是债务与GDP之比（债务/GDP）。在对总杠杆率进行估算时，总债务是对居民、企业、政府与金融机构这四大分部门的债务进行加总。关于“杠杆率”处于何种水平为适度，迄今并无定论。Cecchetti等（2011）利用18个OECD国家1980—2010年的资金流量表数据进行了研究，得出的结论认为，政府部门和居民部门的债务阈值是85%（债务/GDP），企业部门的债务阈值则是90%（债务/GDP）。

二、国家资产负债表

（一）国家资产负债表是分析杠杆率的合适框架

债务和杠杆，本就是涉及多方的复杂综合体，要全面分析并得出不偏颇的论断，必须找到合适的分析框架。资产负债表就是这样的分析框架。资产负债表原本是企业实施科学管理不可或缺的基本工具。基于权责发生制，资产负债表通过

一套精心设计的财务指标和平衡表,在负债方,反映企业某一时点的负债总额及其结构,揭示企业现今与未来需要支付的债务数额、偿债紧迫性和偿债压力大小;在资产方,反映企业资产总额及其构成,揭示企业在某一时点所拥有的经济资源、分布情况及盈利能力。将负债和资产结合起来,可据以评估企业的绩效,分析财务的弹性和安全性,考量其偿债能力及经营的稳定性。20 世纪中叶开始,美国经济学家哥德史密斯等开始尝试将资产负债表的独特分析功能引入国家治理(见 Goldsmith and Lipsey, *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, Princeton University Press, 1963, 和 Goldsmith, *Comparative National Balance Sheet, A Study of Twenty Countries*, Chicago University Press, 1982), 并试编了分部门及综合的国家资产负债表。此后,发达经济体纷纷效法。至今,大部分 OECD 成员国家都公布了不含有实物资产的金融资产负债表。

国家资产负债表的主要功能,是依靠一系列处理数据的方法,用精心设计的理论框架,表列整个国家的“家底”,并依托这一框架,揭示各经济主体主要经济活动之间的对应关系,借以勾画一国经济运行的机制。这套框架不仅有助于我们准确把握国家经济的健康情况,了解可能产生冲击的来源及强度,而且,在危机期间,它可为政府探讨政策空间提供基本依据。进一步,对这些存量指标(有别于作为流量指标的 GDP 等)进行时间序列分析,比较其年度间变化,它还有透视一国多年经济增长“累积效应”的功能,从而揭示出发展方式转型面临的问题以及未来经济发展的方向。

(二) 国际经验

尽管对资产负债表等存量分析方法的关注只是近年来骤然升温,但在学术研究领域,编制、研究国家资产负债表已经有较长历史。早在 1936 年,就有美国学者提出把企业资产负债表编制技术应用于国民经济的构想(Dickinson and Eakin, 1936)。资产负债表核算作为一种成熟的宏观经济核算方法,形成于 20 世纪 60 年代。作为此领域的开创性工作,哥德史密斯等人(Goldsmith et al.)曾编制了美国自 20 世纪初至 1980 年若干年份的综合与分部门的资产负债表(Goldsmith and Lipsey, 1963; Goldsmith, 1982), Revell (1966) 试编了 1957—1961 年英国的国家资产负债表。自 1975 年始,英国的国家资产负债表正式由官方发布(Holder, 1998)。在加拿大,以账面和市场价值计算的国家资产负债表,从 1990 年开始编制。至今,大部分 OECD 成员国家都公布了不含实物资产的金

融资产负债表。

在相当长的时期中，资产负债表一直在国民经济核算的大框架下，作为一种统计方法进入人们的视野。20 世纪 90 年代拉美（如墨西哥、巴西等国）和亚洲地区相继爆发大规模金融危机。国家资产负债表分析框架在国家治理乃至经济分析领域中令人刮目相看，是在 20 世纪 90 年代拉美危机之后。与过去的危机不同，90 年代拉美危机主要因过度借债引发，因而显现出债务危机的典型特征。如此，资产负债表作为一种能准确列示一国债务状况、刻画其债务风险、评估其偿债能力的分析框架，理所当然地获得了国际社会的青睐。

关于国家资产负债表的编制和研究方法的讨论日趋活跃，其功能也超越单纯的统计核算，逐渐显示出成为宏观经济分析基本方法之一的强劲势头。“资产负债表方法”“资产负债表衰退”等理论与政策研讨近年来蔚然成风，展示了这种理论发展的势头。2003—2005 年的短短三年间，国际货币基金组织便发表了十余篇国别资产负债表分析，极大地推动了相关研究的发展（Mathisen and Pellechio, 2006）。2007 年金融危机席卷全球，资产负债表的分析方法进一步得到了学界、政府以及国际机构的广泛重视与认可，国内也有学者跟上潮流，并用之对中国经济问题展开了初步分析（易纲，2008；李扬，2009）。

总体上说，在讨论金融危机的学术创新浪潮中，应用国家与部门资产负债表展开的研究已取得了重要进展。如 Allen 等人指出的，资产负债表方法的特点与优势在于，通过这一方法，可以清晰地界定出四类主要的金融风险，即期限错配、货币错配、资本结构错配以及清偿力缺失；而分析考察这四类问题，则是揭示危机根源、认识危机的传导机制、理解微观经济主体应对危机的行为方式，以及研判应对政策的关键所在。此外，除了用于对危机展开宏观层面的分析之外，目前的资产负债表研究正进一步向如下三个领域拓展：第一，研究部门（国家）资本结构与金融稳定及货币危机之间的关系，如 Allen、侯杰（2006）；第二，考察部门间金融风险的分担与转移，如 Gray 等、侯杰（2006）；第三，分析一国或地区的债务、资本结构与金融稳定性关系，如 Haim 和 Levy（2007，以色列）、Mathisen 和 Pellechio（南非）、Lima 等（2006，哥伦比亚），以及 Rosenberg 等（2005，新兴市场）。

（三）国内运用

在这次金融危机中，中国也感受到了资产负债的冲击。一方面，企业债务、

各级政府债务不断攀升；另一方面，货币和信贷供给巨额扩张，但实体经济仍然感觉“贷款难，贷款贵”。编制中国的国家资产负债表，做到心中有数，是回答一切问题的根本所在。中国社会科学院由李扬带领的“中国国家资产负债表研究”课题组于2012年编制完成中国国家主权资产负债表（2000—2010年），主要成果于2013年发表于《经济研究》第6—7期，题为《中国主权资产负债表及其风险评估》（上、下）（李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成），课题组的研究成果多次被国际货币基金组织（IMF，2013）、中国人民银行研究局、国内外一些知名投资银行引用。李扬等著的《中国国家资产负债表2013》是在2012年研究成果的基础上，全面更新了数据，并增加了中国国家资产负债表的编制与分析。此后，李扬团队发布了一系列关于国家资产负债表和中国去杠杆的研究报告。

在中国社会科学院财政税收研究中心发布的《中国政府资产负债表2017》和中国社会科学院国家金融与发展实验室发布的《中国去杠杆进程报告（2017年度）》中，我们可以发现：

1. 2010—2015年，中国政府资产负债表情况为：政府资产方面，政府总资产都在百万亿元以上的水平，2015年超过125万亿元，与当年中国GDP的比超过180%；平均来看，中国政府总资产大致1.8倍于当年GDP，表明中国政府掌握着规模巨大的资源。政府负债方面，如果计入社保基金缺口的参考值，政府总负债从约40万亿元增至约70万亿元；如果不计入社保基金缺口的参考值，政府总负债从约30万亿元增至约60万亿元，五年间分别增长了约70%和约100%，说明政府负债规模增长较快。政府净资产方面，若计入社保基金缺口的参考值，政府净资产规模的波动区间为40万亿元至50万亿元，与GDP的比平均在80%以上。若不计入社保基金缺口的参考值，政府净资产的规模区间为50万亿元至60万亿元，与GDP的比平均在100%左右，即大致与GDP持平。

从1993年至2017年，我国实体经济杠杆率由107.8%上升至242.1%，二十四年间上涨了134.3%。我国杠杆率变化大体上可以分为四个阶段：一是平稳加杠杆阶段（1993—2003年）。这段时间杠杆率共增长41.6%，平均每年增长4个百分点，这段时间债务和广义货币的增速较高，加上1997年亚洲金融危机以及21世纪初的互联网泡沫破灭和2003年的非典，共同推动了杠杆率的上升。二是“自主”去杠杆阶段（2003—2008年）。这五年间杠杆率下降了8.2个百分点，这段时间我国名义GDP增速超过了债务和货币增速，实体经济杠杆率略微

出现下降。三是快速加杠杆阶段（2008—2015年）。这七年时间里杠杆率增长了86.2个百分点，平均每年增长超过12个百分点，主要是源于2008年“4万亿”经济刺激计划，以及名义GDP增速的快速回落，非金融企业杠杆率的增速最高，由2008年的95.2%增加到2015年的151.2%，几近翻倍。四是“强制”去杠杆阶段（2015年底至今）。由于惯性，2016年我国实体经济杠杆率仍上升了12.4个百分点，去杠杆未见成效；直到2017年，总杠杆率仅比上年微升2.3个百分点，并出现了局部去杠杆。

2. 近年来，总资产中存货占比急增，表明产能过剩问题非常严重。关于存货及其变化，可以有两种解释：既可能反映了企业对经济复苏的预期（更多的表现为主动补充库存，可理解为一种积极型存货增加），也可能同中国近些年普遍存在的严重产能过剩有关（更多地表现为被动累积库存，可理解为一种消极型存货增加）。在中国当前经济下行压力下，后一方面原因，即产能过剩，可能是存货占比急增的主要因素。

3. 主权部门（或广义政府部门，包括中央政府、地方政府、国有非金融企业、行政事业单位、中央银行，以及国有金融企业）的资产大于负债，净资产额为正。这表明，在相当长的时期内，中国发生主权债务危机的可能性很低。2000—2011年，中国主权资产和主权负债都呈扩张态势。在主权资产方，非金融企业国有资产以及储备资产的增长最为迅速。在主权负债方，政府债务（中央及地方）、国有企业债务以及处置不良资产形成的或有负债的增长非常迅速。

由于十二年来我国主权资产的增幅均高于主权负债，我国主权资产净值的规模一直处于不断增长之中。从2011年的情况看，按宽口径匡算，中国主权资产净值为87万亿元。但考虑到行政事业单位国有资产流动性很差（因为要履行政府职能），以及国土资源型资产的使用权的流动性也差，且也不可能一次性全部转让（事实上，最近每年的土地出让金只有两三万亿元），因此，以窄口径来统计，即扣除行政事业单位国有资产，并以2011年的土地出让金3.1万亿元替代国土资源型资产52万亿元，那么主权资产将由166.3万亿元减少到108.6万亿元，则可得窄口径的主权资产净值为21.6万亿元。

第二节 中国分部门杠杆率和总杠杆率估算

在对中国分部门杠杆率进行估算时，本章采用的是1996—2017年的长周期

数据,2013—2014 年居民部门杠杆率根据中国人民银行统计司数据得来,2013—2014 年其他三部门的数据为本课题组根据年平均债务增长率推算而得。2015—2017 年的有关数据,则参考中国社会科学院国家金融与发展实验室发布的《中国去杠杆进程报告(2017 年度)》。

一、居民部门杠杆率

在居民部门杠杆率测算中,居民部门的债务通常选择住户贷款这一指标值,以贷款额与 GDP 比率来衡量居民部门杠杆率水平。根据中国人民银行编制的金融机构本、外币信贷收支表(按部门分类)以及《中国去杠杆进程报告(2017 年度)》,截至 2017 年末,居民部门未偿贷款余额 40.5 万亿元。从表 1-1 可以看出,我国居民部门的杠杆率呈阶段性上升趋势。1996—2014 年,我国居民部门的杠杆率从 3% 上升到 36%。二十余年间,又可分为三个阶段:缓慢上升阶段(1996—2002 年),居民部门的杠杆率由 3% 升至 14%;相对平稳阶段(2003—2008 年),杠杆率水平基本平稳,维持在 18% 上下;快速上升阶段(2009 年至今),2009 年以来居民部门杠杆率持续走高,从 2009 年的 24% 上升至 2017 年的 49%。

表 1-1 1996—2014 年中国各部门杠杆率

(单位:%)

年份	政府部门杠杆率	居民部门杠杆率	金融机构部门杠杆率	非金融企业部门杠杆率	部门合计
1996	23	3	4	84	113
1997	25	3	5	93	125
1998	28	4	6	99	138
1999	33	5	7	100	145
2000	33	7	7	94	142
2001	35	10	8	93	147
2002	38	14	8	102	162
2003	39	18	9	109	174
2004	40	18	9	103	170
2005	41	17	11	95	163
2006	40	18	12	100	171
2007	43	19	13	97	172

续表

年份	政府部门杠杆率	居民部门杠杆率	金融机构部门杠杆率	非金融企业部门杠杆率	部门合计
2008	41	18	13	98	170
2009	49	24	15	99	187
2010	49	28	13	101	192
2012	53	31	18	113	215
2013	56	34	19	114	223
2014	62	36	22	121	241

注：2013—2014 年居民部门杠杆率根据中国人民银行统计司数据得来。2013—2014 年其他三部门的数据根据年平均债务增长率推算而得

资料来源：李扬等（2013）、《中国去杠杆进程报告（2017 年度）》及相关数据。

从国际比较看，我国居民部门杠杆率远远低于发达国家 68.25% 的平均水平。如美国、英国、加拿大、西班牙等居民部门债务占 GDP 比重分别为 77%、86%、92%、73%，凸显了负债式消费的特点。（见表 1-2）

表 1-2 从国际比较中看中国杠杆率总体水平（2014 年）（单位：%）

国别	居民部门杠杆率	政府部门杠杆率	非金融企业部门杠杆率	金融机构部门杠杆率	总杠杆率
美国	77	89	67	46	279
日本	65	234	101	112	512
英国	86	92	74	255	507
加拿大	92	70	60	54	276
法国	56	104	121	65	346
德国	54	80	54	91	279
意大利	43	139	77	55	314
西班牙	73	132	108	50	363
平均	68.25	117.5	82.8	91	359.5
中国	36	62	121	22	241

资料来源：World economic outlook, IMF; BIS; Haver Analytics; national central banks; McKinsey Global Institute analysis。其他国家数据为 2014 年第二季度数据，中国数据为 2014 年底推算数据，金融机构部门债务占 GDP 比为笔者推算数据

二、政府部门杠杆率

按照财政部的数据,截至2017年,我国政府债务余额29.95万亿元,其中中央政府国债余额13.48万亿元,地方政府债务余额16.47万亿元。2017年政府债务的负债率为36.2%,比2016年的36.7%有所下降。以这一比例计算,我国政府负债率低于国际通用的60%的警戒线,以及其他主要经济体和新兴市场国家的负债水平。从表1-1反映出的其他统计口径数据还可以看出,我国政府部门杠杆率,自1997年亚洲金融危机开始“一步一个台阶”地上升,其中“外部冲击”起了显著作用。1996年时政府负债率仅为23%,1999年达33%,三年上升10个百分点;2008年为41%,九年间上升8个百分点;2008年国际金融危机后,我国政府杠杆率快速上升,仅2009年这一年就上升了8个百分点,此后大都维持在50%以上。从国际比较看,我国政府债务大大低于发达国家的117.5%的平均水平,如日本、意大利、西班牙分别高达234%、139%、132%。^①图1-1刻画了地方政府债务增长率变化与经济增长率变化的对比情况。^②

与其他发达国家比较,中国政府债务有三个方面的特点:

1. 中央政府实际上承担着最终担保义务

作为政治上的单一制国家,中国地方政府并不存在因负债过重而破产的法理基础。地方政府债务拖欠或者形成的呆坏账,无论反映为地方财政赤字还是反映为国家银行坏账,最后都要由中央政府(要么通过财政、要么通过央行)出资或核销。所以,计算中国政府债务应包含地方政府债务。这与一些发达经济体不同,其中央政府并不为地方政府的债务买单,地方政府债务如果过大,资不抵债,可以申请破产。因此,这些国家的政府债务不含地方政府债务,在IMF的政府债务统计中也不含地方政府债务。

^① 需要说明的是,政府部门债务包括中央政府债务和地方政府债务。在《预算法》修改并于2015年开始实施之前,法律上我国地方政府是不能举债的,故历年财政决算数据仅指中央政府债务。若考虑地方政府债务,情形则更复杂。

^② (1) 图1-1中地方政府性债务仅包括地方政府负有偿还义务的债务,或有债务和可能负有救助责任债务情况比较复杂,不能简单相加,具体见下文分析。(2) 地方政府性债务增长率,2002年数据为1998—2002年的年均增长率,2007年数据为2002—2007年年均增长率;2013年数据为2010—2012年年均增长率。其中,2012年数据并非全国数,仅为审计署对全国共计36个地方政府本级政府性债务情况的审计数。

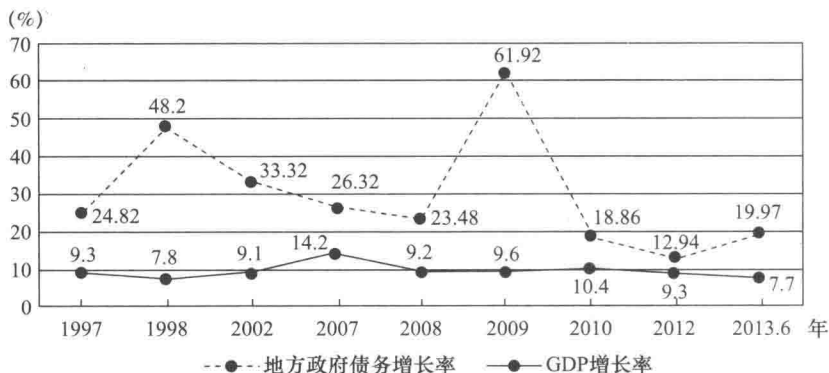


图 1-1 1997 年以来地方政府债务增长率与经济增长率比较

资料来源：(1) GDP 年度增长率，见国家统计局《中国统计年鉴（2014）》；(2) 地方债务增长率，分别根据《全国政府性债务审计结果》《中华人民共和国审计署审计结果公告》（2011 年第 35 号、2013 年第 24 号、2013 年第 32 号）整理而来

2. 政府债务在国有土地产权制度和国有银行体系相互作用下，缺乏有效的约束机制

中国地方政府举债融资、金融机构“敢于”向地方政府借贷，都以地方政府实际行使城市国有土地产权这一特殊的制度安排为基础。国有土地权利抵押和商业银行贷款是中国地方政府融资和负债的基本模式。在这种模式下，土地价格的涨落不仅决定着地方政府融资的规模，也决定着地方政府债务的风险。一旦土地价格回落较多，往往引发重大偿债风险。

3. 政府隐性债务不容忽视

在政府债务中，不同类别的债务有不同程度的风险，不能简单相加。为准确反映政府部门债务风险水平，按照世界银行经济学家 Hana Polackova（1998）开发的政府债务风险矩阵模型，需要在政府直接负债基础上，对政府或有债务、隐性债务以不同的概率或现值进行测算。这就涉及政府债务的统计口径和折算比例问题。例如，2013 年国家审计署对地方政府债务审计划分了三种口径，即（1）地方政府负有偿还义务的债务；（2）地方政府的或有债务；（3）地方政府可能承担一定救助义务的债务。对于或有债务和负有一定救助义务的债务的折算率，审计署根据 2007 年以来的实际偿付情况将其确定为 19.13% 和 14.64%。这样，2012 年底全国地方政府杠杆率为 39.43%。