

人大重阳“宏观形势”系列研究报告第28期

# 不应高估

## 从两种杠杆率看我国国家债务水平

《讲好中国经济金融故事》课题组  
中国人民大学重阳金融研究院  
中国人民大学全球治理研究中心

2021年10月13日



## 中国人民大学重阳金融研究院

中国人民大学重阳金融研究院（人大重阳）成立于2013年1月19日，是重阳投资向中国人民大学捐赠并设立教育基金运营的主要资助项目。

作为中国特色新型智库，人大重阳聘请了全球数十位前政要、银行家、知名学者为高级研究员，旨在关注现实、建言国家、服务人民。目前，人大重阳下设7个部门、运营管理4个中心（生态金融研究中心、全球治理研究中心、中美人文交流研究中心、中俄人文交流研究中心）。近年来，人大重阳在金融发展、全球治理、大国关系、宏观政策等研究领域在国内外均具有较高认可度。

## 中国人民大学全球治理研究中心

中国人民大学全球治理研究中心 (Global Governance Research Center, RUC) 成立于2017年3月9日，是北京巨丰金控科技有限公司董事长马琳女士向中国人民大学捐赠并由中国人民大学重阳金融研究院（人大重阳）负责运营管理的教育基金项目。中国人民大学全球治理研究中心由原外交部副部长、人大重阳高级研究员何亚非领衔，前中国银行副行长、国际商会执行董事、人大重阳高级研究员张燕玲担任学术委员会主任，旨在构建高层次、高水准的全球治理思想交流平台，并向社会发布高质量的全球治理研究报告，努力践行咨政、启民、伐谋、孕才的智库使命。

自2018年以来，中国人民大学全球治理研究中心连续四年入围由美国宾州大学“智库研究项目”（TTSCP）推出的、国际公认度最高的《全球智库报告》的“亚洲大国智库100强”。

# 目 录

<b>核心提要</b>	<b>1</b>
<b>引言</b>	<b>5</b>
<b>一、当前我国国家债务水平研究的主流依据和观点</b>	<b>6</b>
<b>二、衡量国家债务水平的两种杠杆率及其合理性 – 收入杠杆率和资产杠杆率</b>	<b>10</b>
2.1 两种杠杆率的定义及称谓由来	10
2.2 两种杠杆率衡量国家债务水平的各自逻辑	11
2.3 以收入杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性 - 不尽合理	13
2.4 以资产杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性 - 更为合理	15
<b>三、我国收入杠杆率的现状、国际比较及推论</b>	<b>16</b>
3.1 数据的统计口径	16
3.2 现状 - 企业部门，尤其是国有企业和部分行业，大大高于政府部门和居民部门，推高总体	17
3.3 国际比较 – 总体偏高；政府大部门大幅低企；居民部门大致居中；企业部门大幅高企	20
3.4 推论 – 我国国家债务水平，总体较高；企业部门过高；政府和居民部门分别很低和适中	22
<b>四、为何企业部门收入杠杆率大幅高企？ - 当然性成因和非当然性成因及其涵义</b>	<b>24</b>

4.1 四大当然性成因	24
4.2 四大非当然性成因	35
4.3 当然性成因和非当然性成因对于企业部门债务水平的分别涵义	40
<b>五、我国资产杠杆率的现状、国际比较及推论</b>	<b>42</b>
5.1 现状 – 与收入杠杆率类似：企业部门大大高于政府部门和居民部门；国有企业和部分行业高企	42
5.2 国际比较 – 与收入杠杆率明显不同：总体偏低；政府部门大幅低企；居民和企业部门均偏低	45
5.3 推论 - 我国国家债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低，政府部门很低	49
<b>六、收入杠杆率和资产杠杆率的背离过程及机制</b>	<b>52</b>
6.1 背离在于企业部门：资产杠杆率稳定而收入杠杆率大升	52
6.2 2008 年以来企业部门收入杠杆率大幅上升且动荡	53
6.3 背离的产生机制	59
<b>七、结论及政策建议</b>	<b>61</b>
主结论：我国企业部门进而国家的债务水平不应高估	61
次结论 1：以资产杠杆率衡量企业部门债务水平比收入杠杆率更为合理	61
次结论 2：与其是专注于债务规模，不如关注资产质量	62
政策建议	62

# 不应高估

## ——从两种杠杆率看我国国家债务水平

### 核心提要

● 当前研究我国的国家债务水平，即国家债务负担大小的主流依据是国家的债务总额/GDP 比率，本文称为收入杠杆率。以此为衡量依据并进行国际比较导出的主流观点是我国企业部门的债务水平过高，以致国家总体的债务水平较高。

● 但国家的负债总额/资产总额比率，本文称为资产杠杆率，在国家资产负债表已编制完成、公布并不断完善的今天，也理应成为国家债务水平的衡量依据。

● 那这两种杠杆率哪个更为合理呢？收入杠杆率和资产杠杆率从不同的视角衡量国家的债务水平，一个是“流量视角”，衡量一国的债务负担相对于该国 GDP 规模的大小；另一个是“存量视角”，衡量一国的债务负担相对于该国资产规模的大小。应该承认，两种视角均有各自的明显逻辑。但国家债务水平是由各宏观经济部门的债务水平构成的，对不同的经济部门，“流量视角”和“存量视角”的逻辑强度不同：前者对政府和居民部门来说更强，后者对企业部门而言更高。

● 鉴于企业部门债务水平的重要性和复杂性，有必要对两种杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性作进一步的分析。企业部门收入杠杆率的分子与分母相关度不够高，因而可有多重的经济涵义，而资产杠杆率分子与分母紧密相扣，经济涵义相对单一，确定性地指向债务水平的高低。更为重要的是，企业部门收入杠杆率的高低受多重成因的影响，其中一部分为

当然性成因，即具必然性和当前合理性的成因。这些当然性成因必然地推高企业部门的收入杠杆率，但却并不一定意味着企业部门的债务水平上升。因而收入杠杆率会高估企业部门的债务水平。与此相比，资产杠杆率受如此成因的影响要小得多，从而更能真实地反映企业部门债务水平的高低。

● 根据国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据，2019年我国的收入杠杆率，国家总体为247%；政府部门、居民部门和企业部门分别为39%、56%和152%。可见，企业部门的收入杠杆率大大高于政府和居民部门的，尤其是国有企业和部分过度发展行业的更高，从而推高了国家总体的收入杠杆率。国际比较，结合国际清算银行（BIS）的数据，我国的收入杠杆率，国家总体偏高，与发达经济基本持平，但明显高于新兴经济体；政府部门大幅低企，低于所有主要发达经济体和大部分的主要新兴经济体；居民部门大致居中，持平于发达经济体但高于新兴经济体；企业部门大幅高企，高于所有的主要经济体，无论是发达的还是新兴的，尤其是国有企业和部分过度发展行业高得更多。因此，收入杠杆率的推论是，我国国家债务水平，总体较高，企业部门过高，政府部门和居民部门则分别很低和适中。

● 为何我国企业部门的收入杠杆率大幅高企？成因很多，一部分为当然性的，一部分为非当然性的。四大当然性成因包括重经济占比大、储蓄率/投资率高、债权融资主导和经济增长预期高。重经济，即具重资产的经济部分占比大，一方面导致融资需求高，重经济本质上需要大规模融资；另一方面使得融资的可获性也高，有重资产作抵押容易获得银行贷款和投资者青睐。储蓄率/投资率高则市场资金充裕，从资金供给上支持重经济的融资需求。债权融资主导意味着大部分的融资为债务融资，必然增大债务需求。经济增长预期高，则企业的债务需求不仅视当前生产增长的资金需要，而且还前瞻性地考虑今后生产增长的资金需要，进一步增强债务需求。四大非当然性成因则为国有企业占比过大、部分行业过度发展和产能过剩、地方政府隐性债务膨胀和市场流动性过剩。必须认识到的是，四大

当然性成因反映了现阶段我国经济结构与金融市场的若干本质性特征，由此引起的企业部门收入杠杆率高企是由现阶段我国债务需求的本质所决定的，所以是必然与合理的，并不表明我国企业部门的债务水平过高。与此相比，四大非当然性成因反映当前我国经济结构和金融市场方面的缺陷，由此造成的收入杠杆率高企超出了现阶段我国债务需求的本质性规定，才确实表明我国企业部门的债务水平过高。这就是说，鉴于当然性成因的存在，收入杠杆率会高估我国企业部门进而国家总体的债务水平。

● 根据 CNBS 的《中国国家资产负债表 2020》，2019 年我国的资产杠杆率，总体为 59.2%；政府部门、居民部门和企业部门分别为 18.9%、10.8% 和 60.2%。可见，与收入杠杆率类似，企业部门的大幅高于政府和居民部门的，国有企业和部分过度发展行业的也同样更高。但国际比较，却与收入杠杆率明显不同：国家总体、企业部门和居民部门均偏低；政府部门更大幅低企。所以，资产杠杆率的推论是，我国国家债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低，政府部门更是很低。

● 为何会产生如此的差异？关键在于企业部门的收入杠杆率和资产杠杆率出现了大幅的背离：国际比较前者大幅高企，后者则不但不高而且偏低。究其原因，在于我国企业的债务总额相对于 GDP 规模很高，导致收入杠杆率高企，但相对于资产总额不大，因而资产杠杆率不高，说明高额债务是由高额资产支撑的。既然如此，如果高额资产是实在的或有质量的，企业部门的债务负担就不高，因而债务水平就不高。同时，导致收入杠杆率高估企业部门债务水平的当然性成因不会推高资产杠杆率，因为这些成因同步地推升了资产杠杆率的分子与分母。这些都表明，以资产杠杆率衡量企业部门的债务水平比收入杠杆率更为合理。当然，如果高额资产的质量很低，则以资产杠杆率衡量企业部门债务水平也会产生问题。所以，与其是专注于债务规模，不如关注资产质量。

● 企业部门收入杠杆率和资产杠杆率的背离源于过去 10 余年来资产

杠杆率基本稳定但收入杠杆率大幅上升且动荡。2008年以来企业部门收入杠杆率经历了5个阶段的演变。2009–2010年随政府为应对全球金融海啸推出4万亿扩大内需投资而飙升；2012–2016年由于GDP增速放缓而债务增速仍高而持续上升；2017–2019年在政府“去杠杆”政策努力下有所回落；2020年因政府为抗新冠疫情努力稳增长而回升；2021年随疫情好转经济复苏而再度回调。

● 本报告的主结论是，综合两种杠杆率的推论，我国企业部门进而国家的债务水平有降低的空间，但不应高估。两个次结论，一是以资产杠杆率衡量企业部门的债务水平比收入杠杆率更为合理；二为与其是专注于债务规模，不如关注资产质量。政策建议为，第一，“去杠杆”不应太快，财政与货币政策应真正地分别保持积极和稳健；第二，普查我国企业的资产质量，摸清真实的不良资产率；第三，切实降低国有企业、地方隐性债务项目和部分过度发展行业的高债务水平。



## 引言

我国的国家债务水平问题近 10 年来成为市场的关注焦点。债务水平是指债务的负担水平，高则债务风险大，否则反之。

当前学界和市场多根据我国的收入杠杆率（债务总额 / GDP 比率）高于其他经济体而断定我国企业部门的债务水平过高，以致国家总体债务水平较高。但若以资产杠杆率（负债总额 / 资产总额比率）来衡量，我国国家总体和各宏观经济部门，包括企业部门的债务水平却均较低。那我国的国家债务水平状况到底如何呢？

这就产生了究竟以哪种杠杆率来衡量国家债务水平更为合理的问题。更加重要的是，两种杠杆率对于我国国家，尤其是企业部门债务水平的推论是怎样和为何地不同，我们应该如何综合两种推论以对我国国家债务水平得出中肯的评价。本报告在探讨两种杠杆率合理性的基础上，分别应用两者来分析我国国家债务水平的现状并进行国际比较，从而得出我国的企业部门进而国家总体的债务水平不应高估的结论。

报告的第一节就当前我国国家债务水平研究的主流依据和观点作一个简单的梳理；第二节分析收入杠杆率和资产杠杆率衡量国家债务水平各自的合理性；第三节描述我国收入杠杆率的现状并进行国际比较，推论是我国债务水平总体较高，企业部门过高；第四节剖析我国企业部门收入杠杆率高企的当然性和非当然性成因，进而指出其高估我国企业债务水平；第五节描述我国资产杠杆率的现状并进行国际比较，推论为我国国家总体和各经济部门，包括企业部门的债务水平较低；第六节讨论企业部门收入杠杆率和资产杠杆率的背离过程及机制；第七节为结论及政策建议。

## 一. 当前我国国家债务水平研究的主流依据和观点

2012 年左右我国的国家债务水平问题开始引起市场关注；2015 年 12 月中央经济工作会议提出“三去一降一补”五项重要任务，其中“一降”为降杠杆，即降债务，大大提高了债务水平问题的关注度。市场关于我国国家债务水平的研究随之不断扩展与深入。

国际清算银行（以下简称 BIS）和国际货币基金组织（以下简称 IMF）等国际组织 2010 年左右开始提倡以一国的非金融债务总额与国内生产总值（以下简称 GDP）之比，即非金融债务总额 / GDP 比率来衡量该国的国家债务水平；非金融债务总额和 GDP 均按当

年价格计算，即均为名义值。基于此建议，也由于非金融债务总额和 GDP 数据相对较高的可获性，到目前为止学界和市场对我国国家债务水平问题的研究也主要以此比率为依据。

为简单起见，以下非金融债务总额简称为债务总额，进而非金融债务总额 / GDP 比率简称为债务总额 / GDP 比率。

以债务总额 / GDP 比率为依据的研究很多，有影响的研究机构和学者包括中国社会科学院国家资产负债表研究中心（以下简称 CNBS）李扬、张晓晶等<sup>1、2</sup>，中国人民银行金融论坛课题组<sup>3</sup>、中国财政科学研

1 《中国国家资产负债表 2015：杠杆调整与风险管理》，李扬、张晓晶和常欣，中国社会科学出版社，2015 年 5 月。

2 《中国国家资产负债表 2020》，李扬、张晓晶等，中国社会科学出版社，2021 年 5 月。

3 《杠杆率结构、水平和金融稳定》，中国金融论坛课题组，中国人民银行工作论文，2017 年 2 月 24 日。

究院<sup>4</sup>、任泽平<sup>5</sup>、纪敏<sup>6</sup>、马勇和陈雨露<sup>7</sup>、高瑞东和赵格格<sup>8</sup>、周琼<sup>9</sup>、刘晓光和张杰平<sup>10</sup>、徐忠<sup>11</sup>、曾刚<sup>12</sup>等。现 CNBS 每季度定期公布我国的国家总体及各宏观经济部门的债务总额 /GDP 比率数据，并以此为依据发布我国国家债务水平分析报告<sup>13</sup>；中国人民银行调查统计司也不定期地发布此比率的数据及以其为依据的国家债务分析报告<sup>14</sup>。

同时，国际上，BIS 和 IMF 经常发布包括我国在内的部分国家的债务总额 /GDP 比率数据以及分析报

告及文章<sup>15、16</sup>，国际评级机构也不时地据此数据分析与预测我国的债务水平。

国内、外的这些研究均发现，我国的债务总额 /GDP 比率近 10 年来上升很快，现国际比较已处于较高水平，尤其是企业部门的这一比率大大高于其他国家。据此，大部分机构和学者推论我国的企业部门债务水平，进而国家总体的债务水平过高。国、内外相比，BIS 的这一比率数据更高于 CNBS 的，国际机构对我国债务水平的评估更为负

4 《审慎对待宏观杠杆率上升：企业债务风险依然不容小觑》，中国财政科学研究院，2020 年底 49 期。

5 《中国宏观杠杆率的现状、成因、化解与影响》，恒大研究院任泽平、浙江大学马家进，格隆汇，2018 年 5 月。

6 《降杠杆的宏观政策环境》，纪敏，证券时报，2017 年 4 月 19 日。

7 《金融杠杆、杠杆波动与经济增长》，马勇、陈雨露，经济研究，2017 年第 6 期。

8 《通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策》，高瑞东、赵格格，光大证券报告，2021 年 4 月 22 日。

9 《中国居民杠杆率在这个世界上处于什么水平？》，周琼，博客，2021 年 4 月 17 日。

10 《中国杠杆率悖论——兼论货币政策“稳增长”和“降杠杆”真的两难吗？》，刘晓光、张杰平，《财贸经济》，2016 年第 8 期。

11 《去杠杆率的标本兼治之策》，徐忠，财经，2017 年第 5 期。

12 《供给侧改革需有序去杠杆》，曾刚，中国金融，2017 年第 4 期。

13 《NIFD 季报：宏观杠杆率》，李扬、张晓晶、刘磊，国家金融与发展研究室，2021 年 5 月。

14 《近年来我国稳干干促增长取得显著成效》，阮健弘、刘西，中国人民银行调查统计司，2021 年 5 月。

15 A New Database on General Government Debt, Dembiermont, C., M. Scatigna, R. Szemere and B. Tissot, BIS Quarterly Review, 2015,(3).

16 A Historical Public Debt Database, Abbas, A., N. Belhocine, A. ElGanainy and M. Horton, IMF Working Paper, 2010.

面，国际评级公司穆迪和标准普尔于 2017 年均认为我国的债务水平已预示着金融危机并据此分别下调了我国的主权信用评级<sup>17、18</sup>。

至于以债务总额 /GDP 比率衡量国家债务水平合理与否，很多研究者已经意识到了，部分指出了其局限性，主要是从债务总额与 GDP 一个是存量一个是流量和作为偿债测度有其他指标比债务总额更好的角度考虑，但没有进行深入的分析。另有研究者指出与债务总额 /GDP 比率高度相关的 M2/GDP 比率分别由于产业结构、通胀传输机制和重经济占比大的原因高估了我国的货币超发程度<sup>19、20、21</sup>。

也有不少研究者，包括国内和国外的，意识到了以另一比率，即国家的负债总额 / 资产总额比率来

研究国家债务水平的可行性。但由于大部分国家的资产负债表均编制不久，国家层面的负债总额和资产总额的数据不如已有较成熟统计的债务总额和 GDP 那么可靠和可比，加之对于债务总额 /GDP 比率用于衡量国家债务水平的局限性和在这一方面负债总额 / 资产总额比率的相对优点认识不够，国际上还没有系统地以负债总额 / 资产总额比率来分析国家债务水平。在我国也是同样，有研究者分析规模以上工业企业或上市公司的负债总额 / 资产总额比率，即这些企业或公司的资产负债率，并将其与收入杠杆率的结果进行比较，但由于规模以上工业企业或上市公司对于国家整个企业部门的涵盖率不够，以其资产杠杆率来衡量整个企业部门的债务水平

---

17 Moody's downgrades China's rating to A1 from Aa3 and changes outlook to stable from negative, Global Credit Research, Moody's Investors Service, 24 May 2017.

18 Standard & Poor's cuts China credit rating, citing debt, Joe. McDonald, USA Today, 21 September 2017.

19 《产出结构对货币需求的影响：基于中国省级面板数据的研究》，陈思翀、李文学、徐奇渊，世界经济，2018 年第 9 期。

20 《货币超发的谬论可以休矣》，徐高，徐高研究院，2021 年 8 月。

21 《我国 M2/GDP 比率高企部分归因于经济结构》，廖群，香港《信报》，2021 年 3 月 23 日。

还较勉强，难以得到企业部门进而国家债务水平的全面状况，也难以与其他国家的企业部门和国家债务水平进行全面的国际比较。

因而当前我国国家债务水平研究的主流依据是债务总额/GDP比率，基于此比率进行国际比较导出的主流观点是我国的国家债务水平较高，企业部门的债务水平则过高。

关于我国企业部门债务总额/GDP比率高企的原因，很多研究者指出包括间接融资主导、储蓄率高、产能过剩、国有企业坐大、部分行业过度发展及流动性过剩等。但忽略了重经济占比大这一最重要的因素，并对这些原因造成的债务总额/GDP比率高企对于债务水平的涵义没有进行区分，认为都反映债务水平过高，而实际上如本报告后面几节所分析的其中一部分并不是如此，从而高估了我国企业部门和国家的债务水平。

本报告以下将指出上述主流依据和观点的局限性，尤其通过对企业部门债务总额/GDP比率高企的成因作当然性和非当然性之区分来论

证其导致我国企业债务水平高估，然后提出应用负债总额/资产总额比率衡量企业部门的债务水平更为合理，并应用由我国国家资产负债表算出的负债总额/资产总额比率来评估我国企业部门和国家的债务水平并进行国际比较，从而得出我国企业部门进而国家的债务水平不应高估的结论。

## 二. 衡量国家债务水平的两种杠杆率及其合理性 – 收入杠杆率与资产杠杆率

如上节所述，当前学界与市场衡量国家债务水平的指标多用一国的债务总额/GDP比率，本报告以下称之为收入杠杆率。其实，随着国家资产负债表的编制完成和逐步完善，一国的负债总额/资产总额比率也理应成为衡量国家债务水平的重要指标，本报告以下称之为资产杠杆率。但由这两种杠杆率所推论出的企业部门进而国家的债务水平有时却有很大差异。到底哪个更为合理呢？本节对此进行一般性的探讨。

### 2.1 两种杠杆率的定义及称谓由来

**收入杠杆率：债务总额/GDP比率**

债务总额/GDP比率，鉴于GDP是国民收入和我们的研究目标

是债务水平，旨在衡量相对于国民收入规模的国家债务水平；再考虑到杠杆有两者互相撬动之意，所以在本文称为国家的收入杠杆率。由于GDP更经常地被视为宏观经济的度量，市场上多称之为宏观杠杆率，并无不可。但为更确切地表达GDP的涵义，更重要的是与下面将要定义的资产杠杆率有效衔接，称为收入杠杆率更为恰当。

一国的收入杠杆率又可分解为该国各宏观经济部门的收入杠杆率，如企业部门收入杠杆率（企业部门债务总额/GDP比率）、政府部门收入杠杆率（政府部门债务总额/GDP比率）和居民部门收入杠杆率（居民部门债务总额/GDP比率），用于衡量相应部门的债务水平。

还可进一步分解为国民经济各行业的收入杠杆率，如房地产行业收入杠杆率（房地产行业债务总额/

GDP 比率)、钢铁行业收入杠杆率(钢铁行业债务总额 /GDP 比率)、运输与交通行业收入杠杆率(运输与交通行业债务总额 /GDP 比率)等。当然,还可再按子行业细分,但与研究国家债务水平的初衷就渐行渐远了。

### 资产杠杆率: 负债总额 / 资产总额比率

与债务总额 /GDP 比率相比,一国的负债总额 / 资产总额比率旨在衡量相对于该国资产规模的国家债务水平,从而在本报告称为国家的资产杠杆率,与收入杠杆率相对应。实际上,对单个企业或行业而言此比率就是通常所说的资产负债率,因而市场上有时称之为微观杠杆率。但显然,对研究国家债务水平而言,“微观”一词已不适用,称为资产杠杆率既与收入杠杆率相对应表示了资产的杠杆作用,还去除了“微观”之意,更为恰当。

与收入杠杆率一样,国家的资产杠杆率也可分解为各宏观经济部门的资产杠杆率,如企业部门、居民部门和政府部门的资产杠杆率,

并可进一步分解为各行业的资产杠杆率。当然,还可按子行业再细分下去,但走得太远就违背了研究国家债务水平的初衷。

CNBS 已完成了我国国家资产负债表的编制并于 2020 年底公布了 2000-2019 年共 20 年的《中国国家资产负债表》,从中可以算出我国总体和各宏观经济部门的资产杠杆率,为应用资产杠杆率研究我国的国家债务水平提供了数据基础。

## 2.2 两种杠杆率衡量国家债务水平的各自逻辑

### 不同视角 - “流量偿债”与“存量偿债”

显而易见,收入杠杆率和资产杠杆率的分子都是债务规模指标,但分母不同,前者为 GDP,后者为资产总额。

就衡量债务水平而言,如此的分母差别表明两者在偿债依据方面的差异;收入杠杆率衡量的是以收入(GDP)来偿债的负担大小,资产杠杆率衡量的是以资产(资产总

额)来偿债的负担大小。其实,收入与资产高度相关,收入来源于资产,资产产生收入,两者的联系就是资产产出率。由此看来,两者的差别似乎不大,只是采用的指标不同而已。

但应该认识到的是,GDP是指当年的国民收入,是流量;资产总额是累计的资产余额,是存量。这就产生了视角的不同,即收入杠杆率从“流量偿债”,而资产杠杆率从“存量偿债”的角度来衡量债务水平的高低。

### “流量偿债”逻辑性明显

有“流量”,在本报告就是有GDP或有国民收入,自然就可以偿还国家债务,因而“流量偿债”视角,即以收入杠杆率来衡量国家债务水平有明显的逻辑性。在很多情况下,偿债的主要来源是现金流,如居民的债务主要依靠工资收入,政府的债务主要依靠税收,外债主要依靠外汇收入来偿还;银行发放贷款时也要考虑借款人的现金流。这应该是目前国内、外多从“流量偿债”视角以收入杠杆率来衡量国家债务

水平的主要原因。

### “存量偿债”逻辑性似更显然

有“存量”,在本报告就是国家有资产,当然也可以偿还国家债务。首先,“存量”资产会产生“流量”GDP,因而可间接地“流量偿债”;第二,在很多情况下可以说没有“存量”资产就没有“流量”GDP,“存量偿债”是“流量偿债”的根本;第三,“存量”资产还可以通过变现来偿债;第四,“存量”资产比“流量”GDP规模大得多,偿债更具灵活性和持续性。因而从“存量偿债”视角,即以资产杠杆率来衡量国家债务水平逻辑性似更显然。

### 逻辑性的强度视经济部门而不同:“流量偿债”对政府和居民部门更强;“存量偿债”对企业部门更高

总体来说均有明显的逻辑性,但对不同的宏观经济部门而言,逻辑性的强度各有不同,一是取决于收入和资产的相关程度,二要看资产的可变现程度。如果资产与收入的高度相关,且变现程度也高,则从“存量偿债”视角就兼顾了收入



还债和变现资产还债的两种可能性，因而逻辑性更强；否则“流量偿债”的逻辑性更强。

从此角度分析，政府部门的收入主要来自于税收，与政府资产的相关度不高，且政府资产市场化程度低从而可变现程度也不高；居民部门的收入主要是工资收入，财富性收入有限，且作为居民主要资产的房地产出售变现也不易，因而就衡量政府部门和居民部门的债务水平而言，“流量偿债”较之“存量偿债”逻辑性更强。

但就衡量企业部门的债务水平来说，情况将有很大的不同。企业部门的资产与收入有高度的相关性，从资产收益率是考察企业业绩的最重要指标之一就可见一斑，而且企业部门资产的变现程度在资本市场日益发展的今天比政府和居民部门的资产要高得多。这样，企业部门的资产就打通了收入还债和变现资产还债的两大渠道，由此来看从“存量偿债”视角来衡量企业部门的债务水平比从“流量偿债”视角有更强的逻辑性。

如后面的分析所示，对我国来说企业部门的债务水平是主要问题，因而到底应以收入杠杆率还是应以资产杠杆率来衡量企业部门的债务水平事关重大，将决定如何判断我国企业部门进而国家的债务水平。鉴于此，除了上述从“流量偿债”和“存量偿债”视角的逻辑性考察之外，还须对这两种杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性进行更为深入与全面的探讨。

## 2.3 以收入杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性 - 不尽合理

### 从单个企业或行业角度的推论

不难发现，鉴于债务总额与资产总额紧密相关，一国企业部门的收入杠杆率就相当于单个企业或行业的资产产出率或收益率的倒数。但对单个企业或行业来说，资产产出率或收益率一般只当作盈利性指标而非债务水平指标。所以从单个企业或行业的角度来推论，以收入杠杆率来衡量一国企业部门的债务水平不尽合适。

## 分子与分母相关度不够高，可有多重经济涵义

作为企业部门收入杠杆率分子与分母的企业部门债务总额和 GDP 的相关度不够高。

首先，如前所述，一个是存量，一个是流量，不相匹配；第二，一个是债务，一个是国民收入，不直接相联；第三，一个涵盖企业部门，一个涵盖经济整体，范围不同；第四，一个来自金融统计系统，一个取于国民经济统计系统，数据来源有别。

任何一个比率，分子与分母若相关度高则其涵义的确定性高，反之涵义的确定性低。收入杠杆率的分子与分母的相关度不够高，所以可被赋予多重经济涵义：与 M2/GDP 比率类似可作为一国金融深化程度的指标，也可作为一国的债务使用效率指标，当然现在更多地作为衡量债务水平的指标，都有一定道理，但也都受到不同程度的质疑。

## 高企的成因有当然性与非当然性成因之分

也正是因为分子分母相关性不够高，两者之间有很大的过渡空间，其中载有很多影响两者比率的重要因素；若将这些因素考虑进来则两者比率的涵义指向可能发生变化。

就衡量企业部门的债务水平而言，在分子企业部门债务总额和分母 GDP 之间的影响因素很多，使得两者的比率可能高估或低估企业部门的真实债务水平。

关键在于，在这些影响因素中，一部分当然地导致企业部门收入杠杆率高企，另一部分则非当然地推高此杠杆率。因而企业部门收入杠杆率高企的成因，一部分是当然性的，另一部分是非当然性的。

### 当然性成因导致债务水平高估

当然性包括必然性和当前合理性，必然并当前合理的成因就是当然性成因；非当然性是指非必然的或当前不合理的，非必然的或当前不合理的成因是非当然性成因。

因而当然性成因造成的收入杠杆率高企是正当的，并不表明真实的企业债务水平过高；只有非当然

性成因导致的收入杠杆率高企才是不正当的，真正反映企业债务水平过高。

其结果，当然性成因造成企业债务水平高估，因而以收入杠杆率衡量企业部门的债务水平不尽合理。就我国情况对此的详细分析参见第四节。

## 2.4 以资产杠杆率衡量企业部门债务水平的合理性 - 更为合理

### 从单个企业或行业角度的推论

如前所提，一国企业部门的资产杠杆率就相当单个企业或行业的资产负债率，而对单个企业或行业而言，资产负债率就是衡量债务水平的指标，且是主要的指标。所以从单个企业或行业的角度推论，以资产杠杆率，而非收入杠杆率，作为企业部门债务水平的衡量指标更为合适。

### 分子与分母相关度高，经济涵义相对确定与单一

资产杠杆率的分子与分母，即

企业部门的负债总额与资产总额，相关度显然比收入杠杆率的分子与分母要高。

首先，两者同为存量；其次，两者直接相联且对称；再次，两者涵盖同一企业部门；第四，两者数据都来自于金融统计系统，且被统计在同一张资产负债表中，紧密相扣。

正因为分子与分母相关度高，两者之间过渡空间小，所以其比率的经济涵义相对确定且单一，就是企业部门债务水平的度量。

### 受当然性成因的影响小，更能真实反映企业债务水平

更为重要的是，分子与分母之间的过渡空间小，意味着扭曲其比率涵义的当然性因素少。就衡量企业部门的债务水平而言，意味着资产杠杆率受前述当然性成因的影响小。

因此，与收入杠杆率相比，资产杠杆率高估债务水平的可能性小，更能真实地反映企业部门的债务水平。就我国情况的进一步分析参见第五节。

## 三. 我国收入杠杆率的现状、国际比较及推论

### 3.1 数据的统计口径

我国 GDP 的统计已很成熟，国家统计局的 GDP 统计口径和测算结果已被国、内外各种机构普遍采用。

至于我国总体和各宏观经济部门债务总额的统计口径，CNBS 和 BIS 有所不同，但差别不大，如图表

3.1 所示。

可见，对于居民部门的债务统计口径，CNBS 与 BIS 的差别很小；对于企业部门和政府部门债务统计口径的差别，主要在于地方政府隐性债务的归属，前者大部分归于企业部门，后者大部分归于政府部门。

**图表 3.1：CNBS 和 BIS 关于我国收入杠杆率数据口径的比较**

	CNBS	BIS	比较
<b>居民部门债务</b>	金融机构本外币信贷收支表中的住户贷款	存款类金融机构本外币信贷收支表中的住户贷款	前者的统计口径更大一些，但差别不大
<b>非金融企业部门债务</b>	金融机构本外币信贷收支表中的非金融企业及机关团体贷款 + 社会融资规模存量中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券 + 地方政府债务余额中的非政府债券形式存量政府债务 + 境外贷款	非金融企业贷款 + 社会融资规模存量中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券 + BIS International Banking Statistics 中的境外贷款	1) 后者的非金融企业贷款和境外贷款的统计口径未明确公布，前者的境外贷款为估计值； 2) 前者包括大部分地方政府隐性债务（地方政府债务余额中的非政府债券形式存量政府债务）
<b>政府部门债务</b>	国债余额 + 地方政府债务余额 - 非政府债券形式存量地方政府债务	根据 IMF World Economic Outlook Database 中政府部门债务的年度数据进行线性内插求得季度数据	1) 前者与中国官方的政府部门债务统计口径基本一致，不包含大部分地方政府隐性债务； 2) 后者的数据为估算值，无法反映实时变化，并且包含地方政府隐性债务，与非金融企业部门债务存在重复
<b>总体债务</b>	居民部门债务 + 非金融企业部门债务 + 政府部门债务	居民部门债务 + 非金融企业部门债务 + 政府部门债务	

资料来源：CNBS, BIS

至于企业部门的涵盖范围，理论上应该是非金融企业的全覆盖，但实际上难以做到。CNBS 的测算参考了我国的经济普查数据，2018 年第四次普查的企业户数达 1857 万家，涵盖范围应该是最大的。

## 3.2 现状 – 企业部门大大高于居民和政府部门，推高总体

### 1990 年代中以来大幅上升且动荡

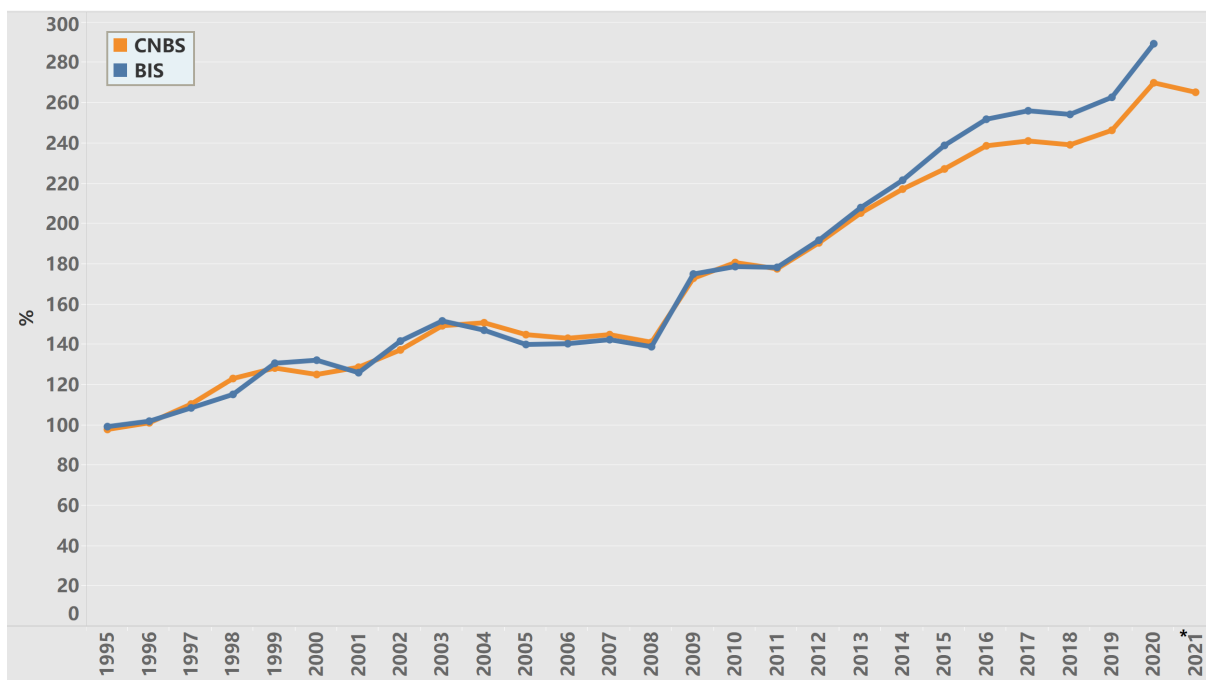
CNBS 和 BIS 的数据都表明，我国的总体收入杠杆率，1990 代中以

前由于金融深化程度很低而一直处于 100% 以下的低水平，但此后随金融深化程度增强和经济与金融市场加快发展而大幅上升，如图表 3.2 所示。

同时可见，CNBS 和 BIS 的数据近几年来有所分化，后者高于前者，但差别仍不算大。这互相验证了两者数据的相对可靠性，使得我们能够根据需要同时或交叉地使用两者的数据。

还可看出，我国总体收入杠杆率的变化经历了 5 个阶段：1995–

图表3.2：1995年以来我国总体收入杠杆率的变化



数据来源：CNBS, BIS

\*2021年上半年数据

2003年的稳升阶段、2004–2008年的回调阶段、2009–2016年的跃升阶段、2017–2019年的稳降阶段、和2020–2021年的因新冠疫情而先飙升后回落阶段。

### 2019年数据更能反映真实现状

鉴于2020–2021年间收入杠杆率因新冠疫情先飙升后回落，2019年的数据更能反映真实的现状，以2019年的收入杠杆率水平进行现状研究更为合理。

而且，在进行国际比较时，因很多其他国家2020与2021年的数

据尚欠，为进行同时期比较，也以2019年数据更为合适。

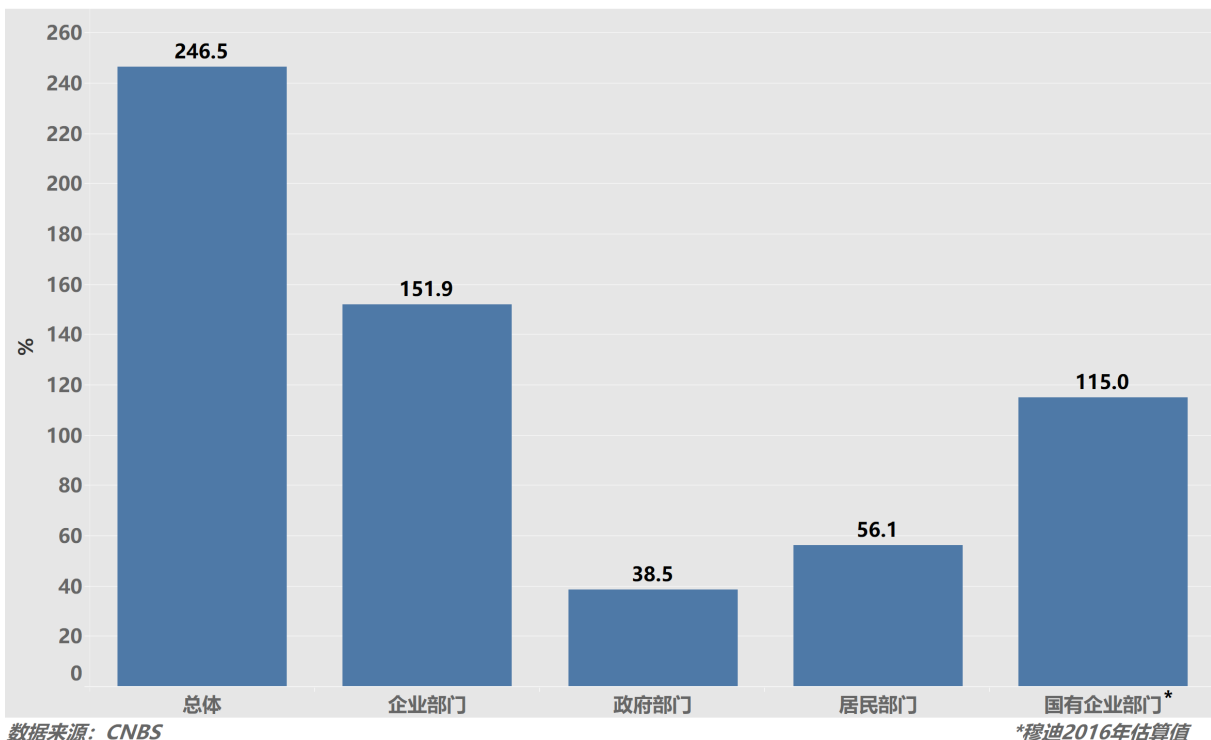
### 总体接近 250%

2019年我国的总体收入杠杆率为246.5%，意味着我国的国家债务总额为当年GDP的2.47倍。

### 部门分布：企业部门大大高于政府与居民部门；国企部门高企

分宏观经济部门看，2019年我国企业部门收入杠杆率、政府部门收入杠杆率和居民部门收入杠杆率分别为151.9%、38.5%和56.1%。

图表3.3：2019年我国总体和各宏观经济部门收入杠杆率



可见，我国企业部门收入杠杆率分别为政府部门收入杠杆率和居民部门收入杠杆率 3.94 倍和 2.71 倍，意味着我国企业部门的债务规模分别是政府部门和居民部门债务规模的 3.94 倍和 2.71 倍。这必然地推高了总体收入杠杆率，是我国债务水平问题的关键。

据国际评级公司穆迪的估算，我国国有企业的收入杠杆率便高达 115%，指出了问题的症结之一。

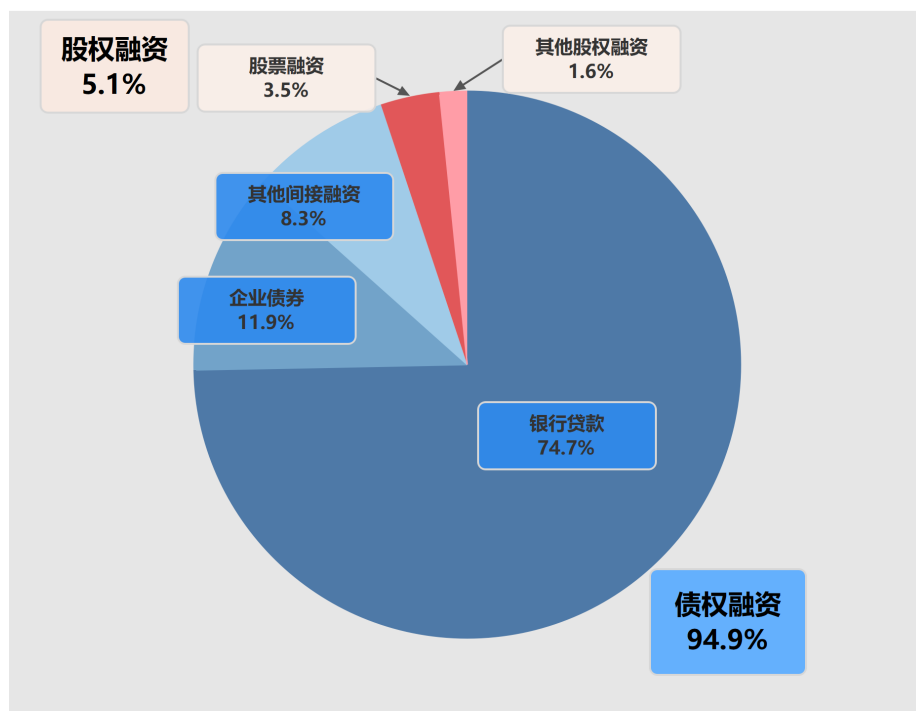
### 企业部门的行业分布：部分行业大幅高企

众所周知，如图表 3.4 所示，我国的社会融资结构以债权融资为主；债权融资又以银行借款为主。所以我国企业部门的债务主要是企业从银行的借款，简称为银行借款，或银行向企业的贷款，简称为银行贷款。

则企业部门借款与 GDP 之比，即企业部门借款余额 /GDP 比率可作为企业收入杠杆率的代理指标；X 行业借款余额 /GDP 比率可作为 X 行业的收入杠杆率代理指标。

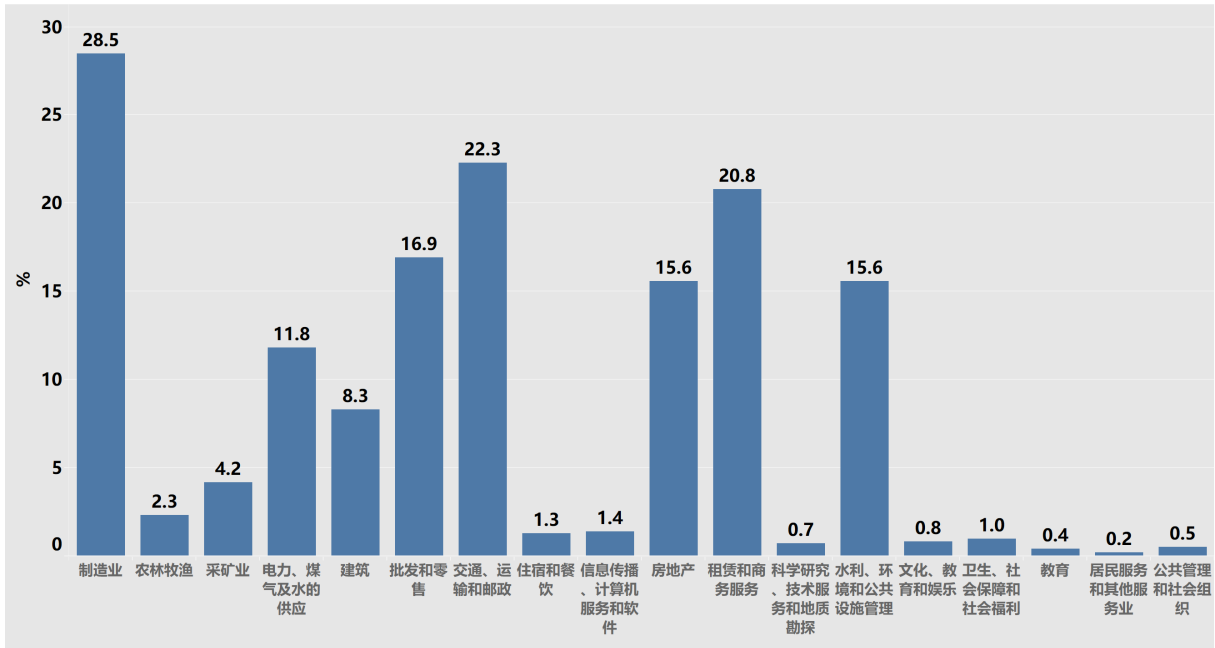
图表 3.5 所示为 2018 年主要行业的这一代理指标。

图表3.4：2020年我国全社会融资结构



数据来源：中国人民银行

图表3.5：2018年按银行借款测算的行业收入杠杆率



数据来源：中国人民银行

可见，各行业的收入杠杆率水平不一，制造业、交通、运输和邮政、租赁和商务、批发和零售、房地产、水利、环境和公共管理、电力、煤气及水供应、建筑等行业大幅高企。

### 3.3 国际比较 – 总体偏高；政府部门大幅低企；居民部门大致居中；企业部门大幅高企

#### 总体偏高

图表 3.6 和 3.7 分别显示 2019 年我国总体收入杠杆率与发达经济体和新兴经济体的总体收入杠杆率

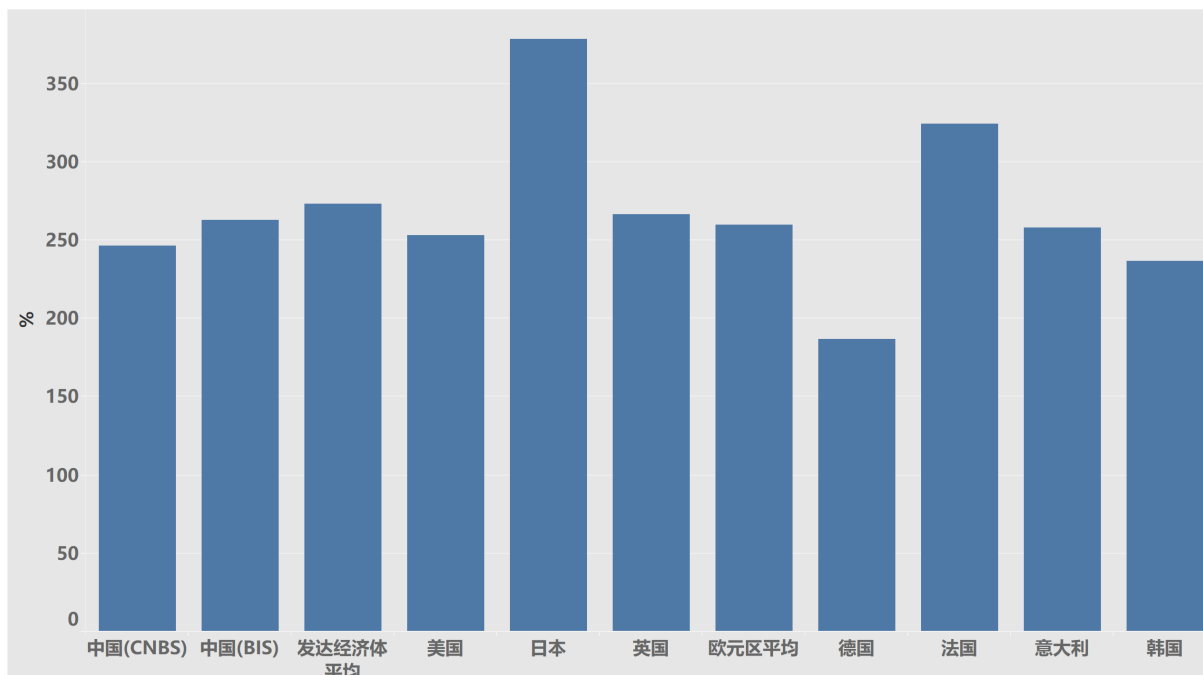
的比较。

比较表明，我国的总体收入杠杆率略低于发达经济体的平均水平，低于日本、英国和美国，与欧元区和意大利基本打平，高于德国和韩国，但明显高于新兴经济体的平均水平，且高于所有的主要新兴经济体。

尽管我国已是全球第二大经济体和世界工厂，鉴于我国仍是一个新兴和发展中经济体，人均 GDP 仅为发达经济体平均水平的 1/4 左右，我国总体收入杠杆率持平于发达经济体而明显高于其他新兴经济体，国际比较偏高。

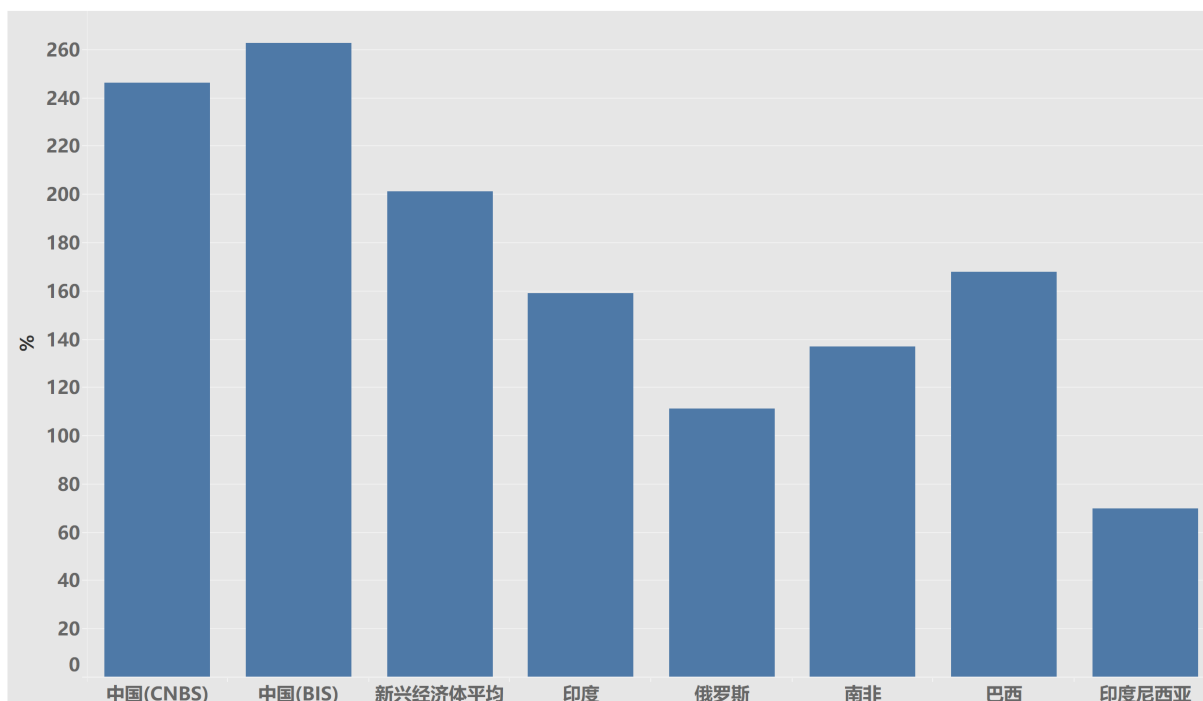


图表3.6：2019年我国与其他主要发达经济体总体收入杠杆率的国际比较



数据来源：CNBS, BIS

图表3.7：2019年我国与其他主要新兴经济体总体收入杠杆率的国际比较



数据来源：CNBS, BIS

### 政府部门大幅低企

图表 3.8 显示，我国的政府部门收入杠杆率低于所有的主要发达经济体和大多数主要新兴经济体，比发达经济体平均水平低很多，比新兴经济体平均水平也低不少，国际比较大幅低企。

### 居民部门大致居中

图表 3.9 显示，我国的居民部门收入杠杆率低于大部分的发达经济体和发达经济体平均，但比大部分的新兴经济体和新兴经济体平均高，国际比较大致居中。

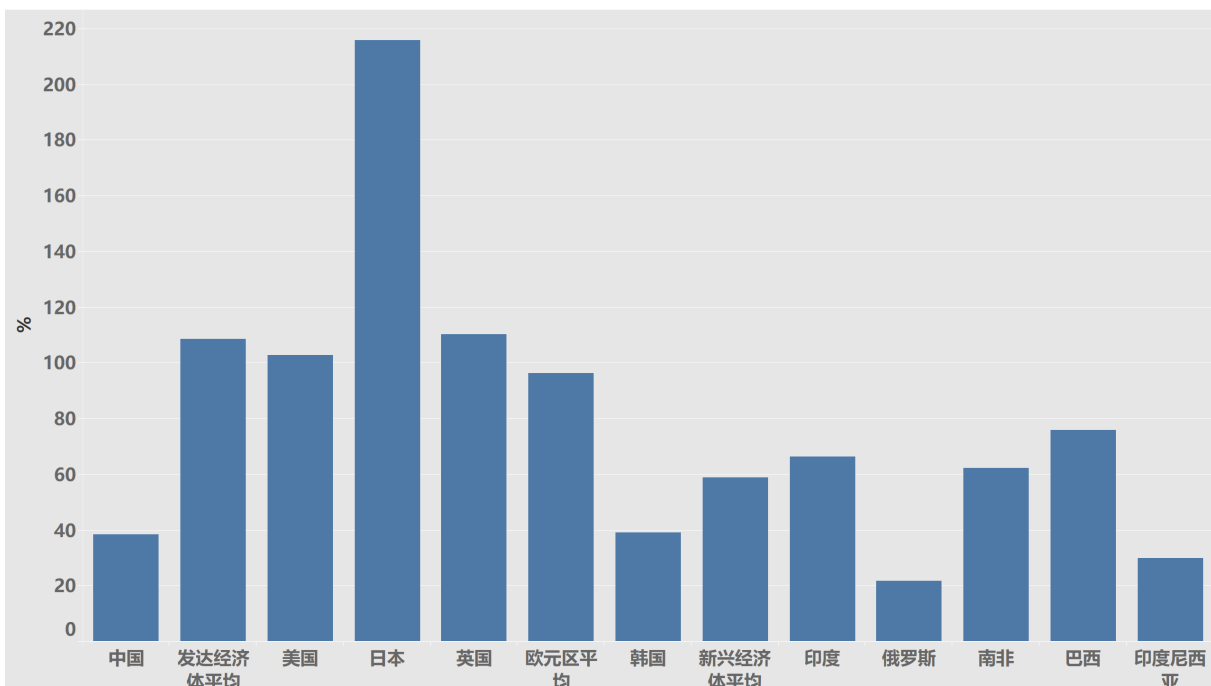
### 企业部门大幅高企

图表 3.10 显示，我国的企业部门收入杠杆率远高于其他经济体，无论是发达的还是新兴的，国际比较大幅高企。

## 3.4 推论 – 我国的国家债务水平，总体较高；企业部门过高；政府和居民部门分别很低和适中

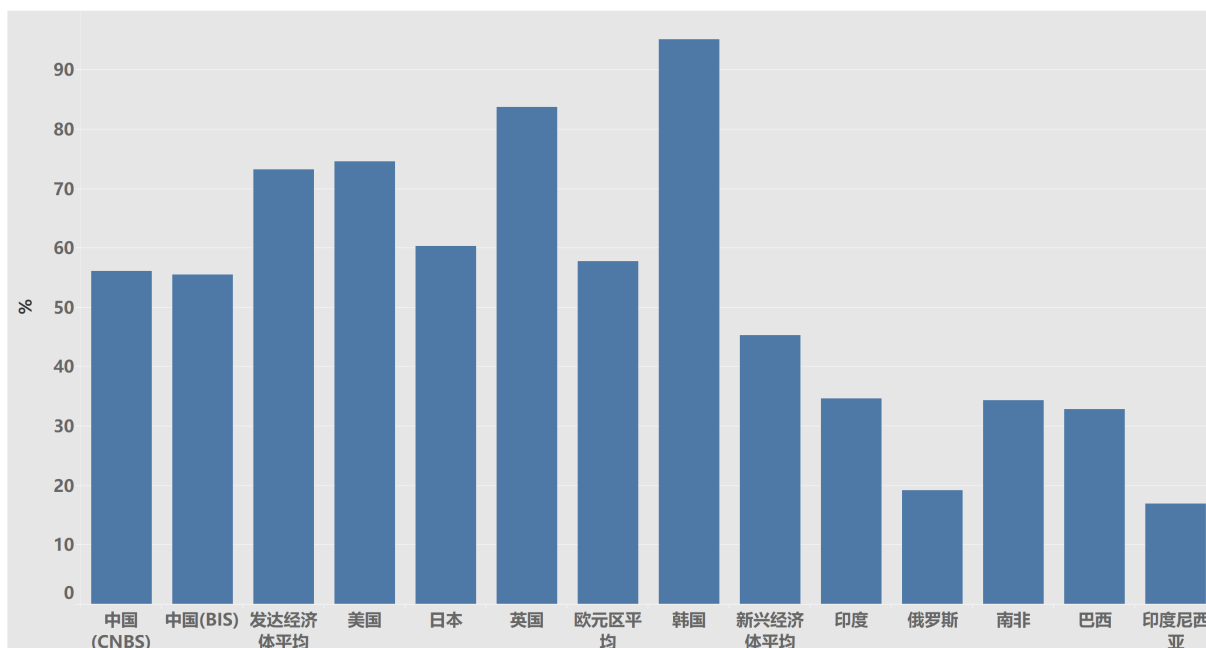
由以上收入杠杆率的现状和国际比较所导出的推论是，我国政府部门和居民部门的债务水平分别很低和居中，在合理范围，但企业部门的债务水平过高，并由此造成国家总体的债务水平较高。

图表3.8：2019年我国与其他主要经济体政府部门收入杠杆率的国际比较



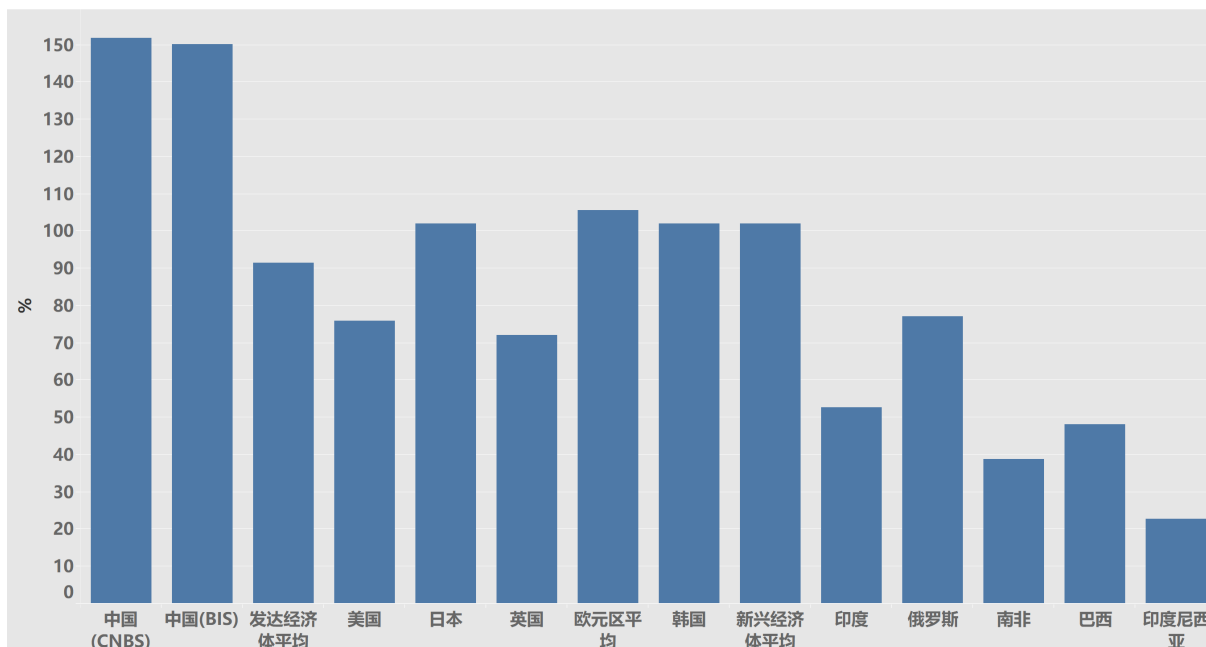
数据来源：CNBS, BIS, 标准普尔

图表3.9：2019年我国与其他主要经济体居民部门收入杠杆率的国际比较



数据来源：CNBS, BIS

图表3.10：2019年我国与其他主要经济体企业部门收入杠杆率的国际比较



数据来源：CNBS, BIS

## 四. 为何企业部门收入杠杆率大幅高企——当然性成因和非当然性成因及其涵义

上节的分析表明，企业部门收入杠杆率的大幅高企是我国债务水平的主要问题。又鉴于企业部门的重要性和复杂性，有必要对企业部门杠杆率大幅高企的成因进行深入的探讨。如前所述，成因有当然性和非当然性之分，分别讨论如下。

### 4.1 四大当然性成因

#### 当然性成因 1: 重经济占比大

在论证重经济占比大为企业部门收入杠杆率大幅高企的当然性成因之前，先对何为重经济作一个简单的说明与分析。

参考以前重工业和轻工业的分类，可将整个国民经济划分为重经济和轻经济。

2013年前，借鉴前苏联及东欧国家的做法，我国工业曾被划分为重工业和轻工业。按当时的定义，重工业是指为国民经济各部门提供技术装备、动力和原材料等生产资料的工业；与之相对应，轻工业则指提供生活资料和手工工具的工业。显然，无论是按物理体量还是金融价值，技术装备、动力和原材料等生产资料都大，因而“重”；生活资料和手工工具则相对较小，所以“轻”。这应该就是重工业和轻工

图表 4.1：我国重、轻经济的行业划分

<b>重经济行业</b>	<p><b>重工业行业：</b>石油、天然气、煤炭、金属矿、非金属矿的开采、木材采伐；黑色和有色冶炼及加工、炼焦及焦炭、化学、化工原料、水泥、人造板、电力、石油和煤炭加工、玻璃纤维原料、锯材及人造板；机械制造、电子、化肥、农药、金属结构、水泥制品、其他建筑材料</p> <p><b>建筑业</b></p> <p><b>重服务行业：</b>房地产业、交通运输、仓储和邮政业、信息与通信业、批发零售及机车修理、水利、环境和公共设施管理业</p>
<b>轻经济行业</b>	农林牧渔业、轻工业行业、重服务行业以外的大部分服务行业

资料来源：人大重阳

业称呼的由来。

应该认识到的是，要生产物理体量和金融价值更大的产品，必然需要更多的资产。因此重工业又可认为是具重资产的工业；与之相应，轻工业可认为是具轻资产的工业。

可将此以资产的“重”“轻”划分扩展至整个国民经济，将经济划分为具重资产的经济，称为重经济，和具轻资产的经济，称为轻经济。

重经济行业是哪些呢？如图表 4.1 所示。

以前定义的重工业行业自然是，包括采掘工业中的石油、天然气、煤炭、金属矿和非金属矿的开采及木材采伐等；原材料工业的黑色和有色冶炼及加工、炼焦及焦炭、化学、化工原料、水泥、人造板、电力、石油和煤炭加工、玻璃纤维原料、锯材及人造板等；加工工业中的机械制造、电子、化肥、农药、金属结构、水泥制品及其他建筑材料等。

除此之外，房地产业，虽归类为服务业，无疑是，房地产发展商正在其内，资产之多不言而喻，与之相联的建筑业也当然是，拥有大

量重型建筑机械和大量建筑材料；两者共同构成重经济中的一个重要支柱。基础设施自然都是固定资产，且是重资产，所以归类于服务业的交通运输、仓储和邮政业、信息和通信业、批发和零售业、及水利、环境和公共设施管理业等也应属于重经济。批发和零售业还拥有大量的流动资产。

重经济之外的为轻经济；上述重经济行业之外的行业则为轻经济行业，包括农林牧渔业、工业中以前定义的轻工业行业、和重服务行业之外的大部分服务业行业。

目前我国已不统计重、轻工业数据，当然更没有以上定义的重、轻经济数据。他国更没有。因而须根据现有数据并作一些必要的假设和调整来估算我国及他国的重、轻经济占比。

首先，根据在重、轻工业分类的最后一年，即 2012 年，我国工业的 70% 为重工业，假设重、轻工业之比维持在 2012 年的 7: 3 水平不变。

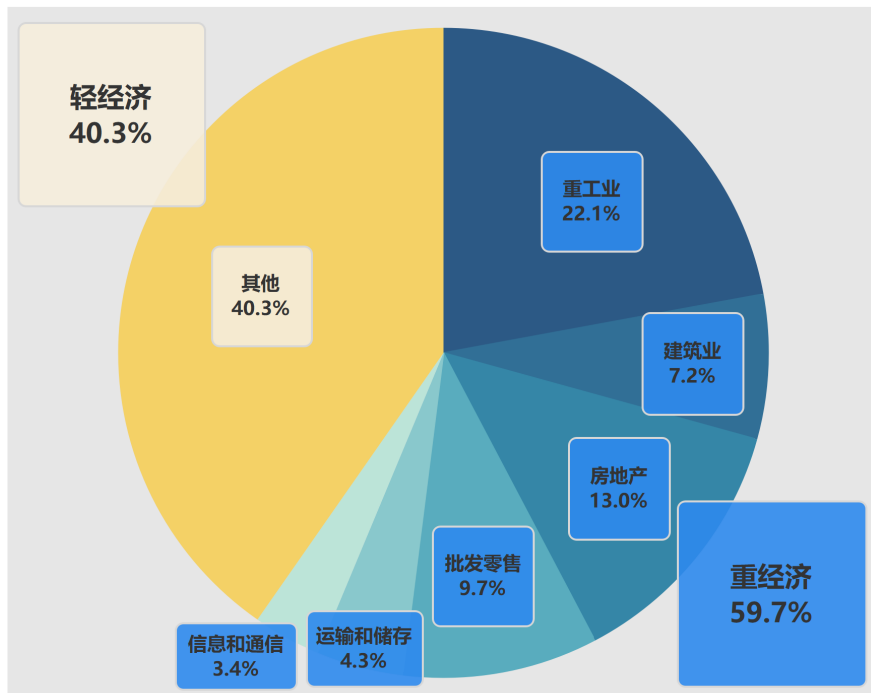
其次，对我国 GDP 统计中涵盖在房地产活动中的房地产业权

(Ownership of Premises) 产生的增加值,包括自有住房服务增加值,即居民的自有住房为其提供的增加值的计算作一个调整。目前我国对此增加值的计算采用的是成本法,只考虑了住房折旧及维修、管理费等,因而被大大低估。国际上多采用市场房租法,即利用租用可比大小、位置、质量和类型的房屋所支付的租金来核算居民自有住房服务价值的方法。考虑到我国过去 20 余年房价的大幅上涨,现在应该采用市场房租法。至于采用市场房租法算出的自有住房服务增加值,参考

刘洪玉等《房地产所包含经济活动的分类体系和增加值计算》一文(统计研究,2003 年第 8 期)中市场房租法和成本法的测算结果之比为 3.9: 1 和 2019 年香港包括房产业权在内的房地产活动增加值为 GDP 的 15.2%,将 2019 年我国包括房产业权在内的房地产活动增加值占 GDP 的比重从 7.1% 上调为 13.0%。

在以上的假设和调整后,根据国家统计局的行业数据,我国重、轻经济各行业的占比估算如图表 4.2 所示,结果是重经济占 60%,轻经济占 40% 左右。

图表4.2: 2019年我国重、轻经济行业占比估算



数据来源: 国家统计局、人大重阳

为对重、轻经济进行国际比较，鉴于发达经济体一直没有重、轻工业之分，也须对其重工业与轻工业的比率做出假设。众所周知，我国作为一个新兴经济体一直注重重工业的发展，而发达经济体不但工业比重逐步缩小，工业中的重工业比重更是大幅下降，与轻工业的比例乐观地假设为4:6。

图表4.3为对2019年主要发达经济体重经济占比的估算，表明除日本50.4%外都在50%以下。与之相比，我国重经济占比大是非常显然的。

那么重经济占比大与企业部门收入杠杆率有什么关系呢？关系是密切且重要的。

按定义，重经济为具重资产的经济部分，而在金融市场不断发展的现代经济中重资产必然导致重负债。首先是必要性。重资产的形成，除了资本外，就靠举债了；否则资产的积累就不可能那么快而导致重资产。重资产的积累都是靠历年的固定资产投资所形成的，而固定资产投资项目必然要依靠融资，否则

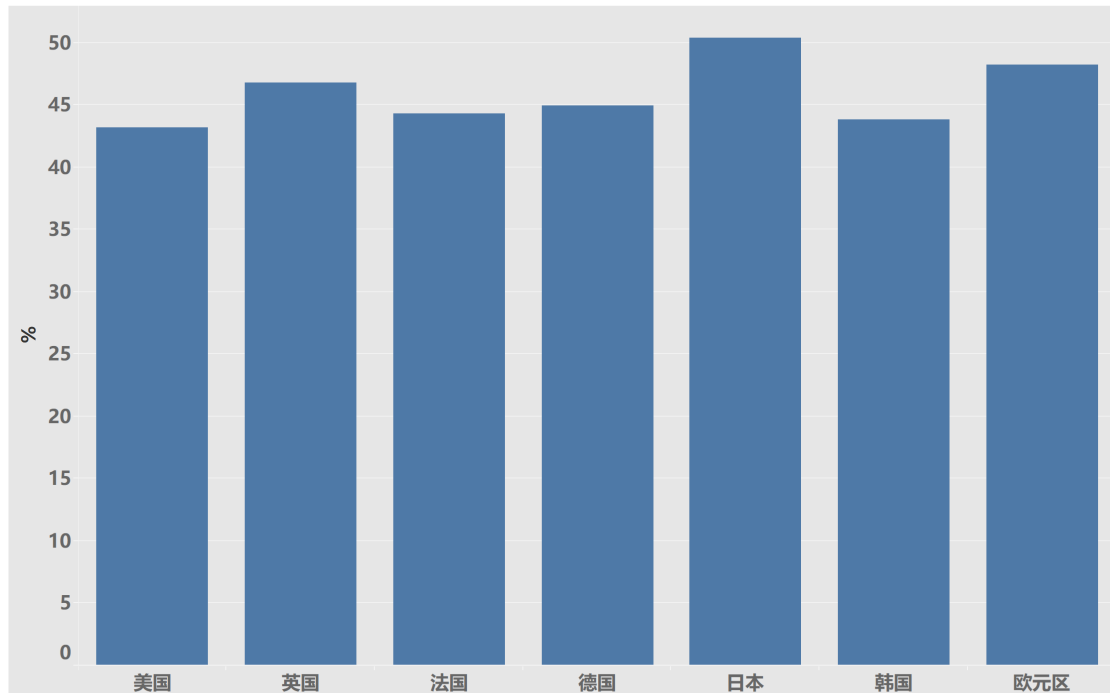
难以推进或规模大大受限。而如前所述我国企业融资以债权融资为主，即以向银行借债为主。其次是可能性，广为人知的是银行贷款多以资产抵押为条件。无抵押贷款占比很少；抵押资产越多越则贷款额越高，否则反之。

图表4.4和图表4.5分别显示我国工业和服务业企业债务总额的行业结构，均清楚地表明重经济行业的债务规模明显高于轻经济行业。

所以，重经济占比大必然导致债务规模大，进而企业部门的收入杠杆率高，是我国企业部门收入杠杆率高企的一个不可忽视的重大因素。

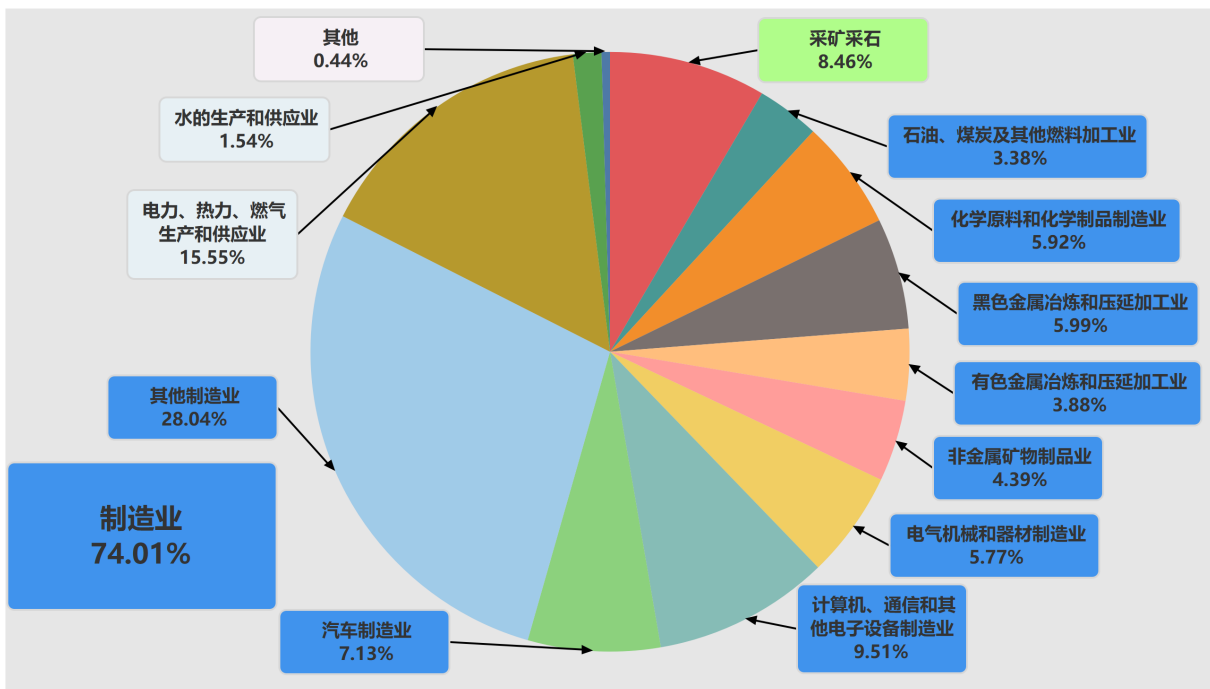
至于重经济的合理性，虽然现代经济的发展方向是脱重趋轻，但对每一个经济体而言，重、轻经济的比例取决于经济体所处的发展阶段和具体国情。近代经济发展的经验告诉我们，一国的经济现代化进程必然是先工业化，后服务业化；工业化进程又必然是先重工业化，后轻工业化。也就是说，先重经济化，后轻经济化。我国仍是一个新兴和发展中经济体，现阶段仍处于重经

图表4.3：2019年部分发达经济体重经济占比估算



数据来源：各国国家经济统计部门，人大重阳

图表4.4：2019年我国规模以上工业企业负债总额的行业结构



数据来源：《中国统计年鉴2020》，人大重阳整理



济阶段。印度试图越过重经济而走向轻经济阶段的努力是难以成功的。何况，我国人口世界第一，又实施自主与全面发展的经济方针，产业链完整且强固，没有坚实的重经济作为基础是难以做到的。

鉴于此，现阶段我国重经济占比大是必然与合理的，从而是当然的。所以，重经济占比大是我国企业部门收入杠杆率高企的当然性成因之一，且是最重要的当然性成因。

## 当然性成因 2：储蓄率 / 投资率高

重经济占比大，从而企业债务需求强且可获性高，但一国的债务规模还取决于该国金融市场提供资金的能力，而金融市场提供资金的能力从根本上讲又取决于该国的储蓄率，即国民储蓄占 GDP 的比重。

世人皆知，高储蓄率是我国区别于他国的一个重要特征。图表 4.6 表明，我国的储蓄率虽近年来有所下降但仍在 45% 左右，高于大多数其他国家近一倍。

有储蓄才能投资；高储蓄率使

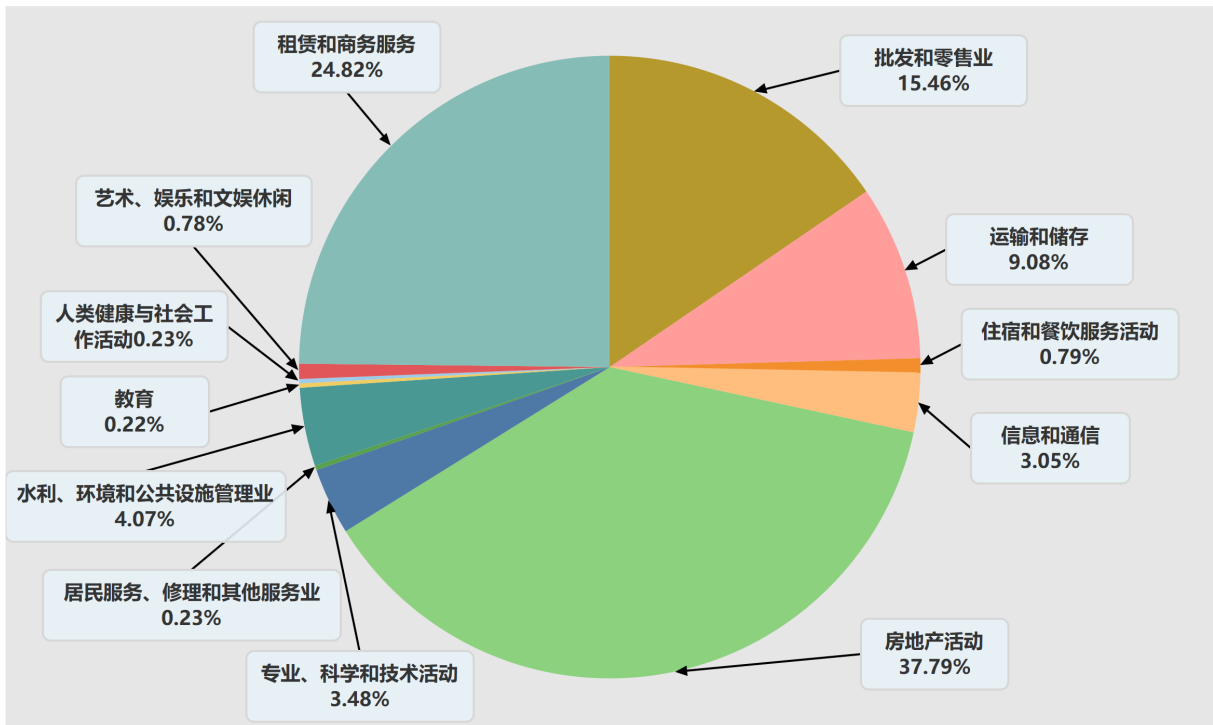
得高投资率，即资本形成占 GDP 比重高，成为可能。的确，我国的投资率自 1949 年新中国成立以来就高企，近年来随经济建设的规模不断扩大而有所下行，但 2020 年仍保持在 43% 的高位，大大高于其他经济体，无论是发达的，还是新兴和发展中的，与储蓄率同样，为大多数经济体的近一倍。

高投资率对企业收入杠杆率高企的贡献是显然的。

一方面，高额的资本形成积累多年便形成高额的资产，因而是重经济的支撑。鉴于上述资金需求端重经济对于企业部门收入杠杆率的意义，高投资率在资金供给端支撑了企业部门收入杠杆率的高企。

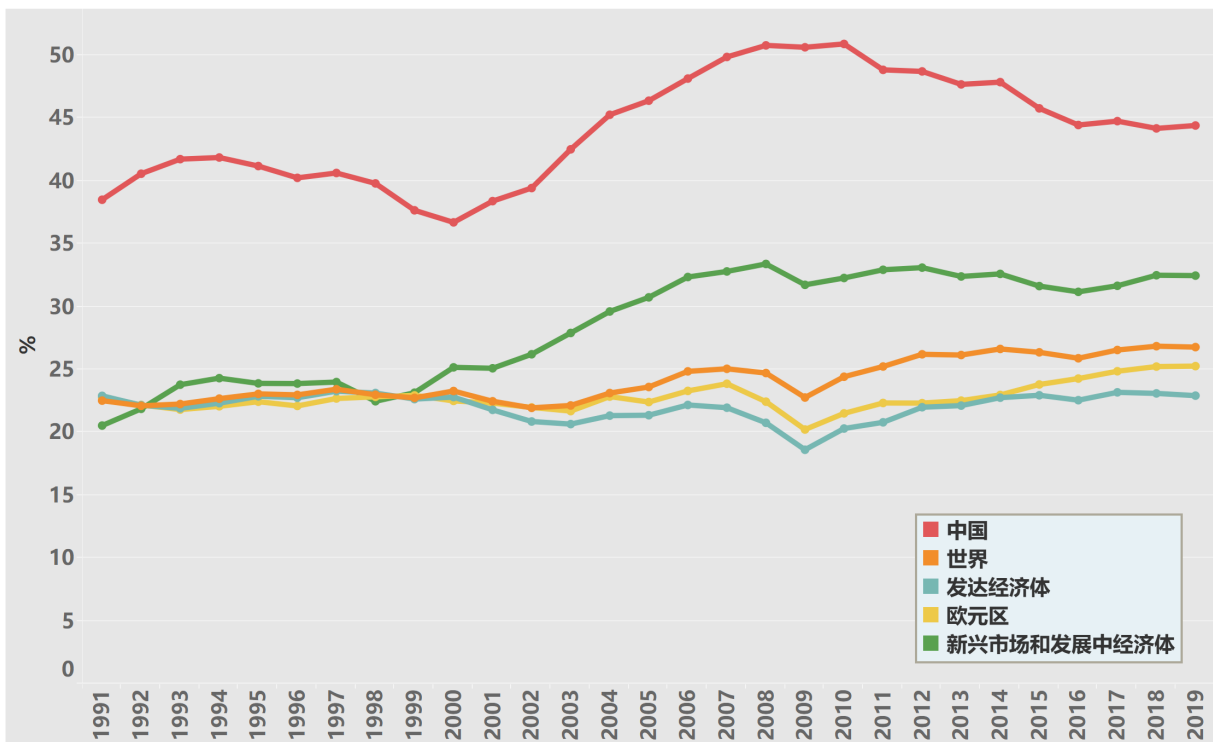
另一方面，资本形成是 GDP 核算体系中的语言，实际上就是指通常所说的固定资产投资，而如前所提几乎所有具有一定规模的固定资产投资项目都需要融资，尤其是重经济行业的投资项目，即制造业机器和设备、基础设施和房地产投资项目的融资额往往巨大。过去 40 余年我国的这些重经济行业高速发展，

图表4.5：2018年我国服务业企业负债总额的行业结构

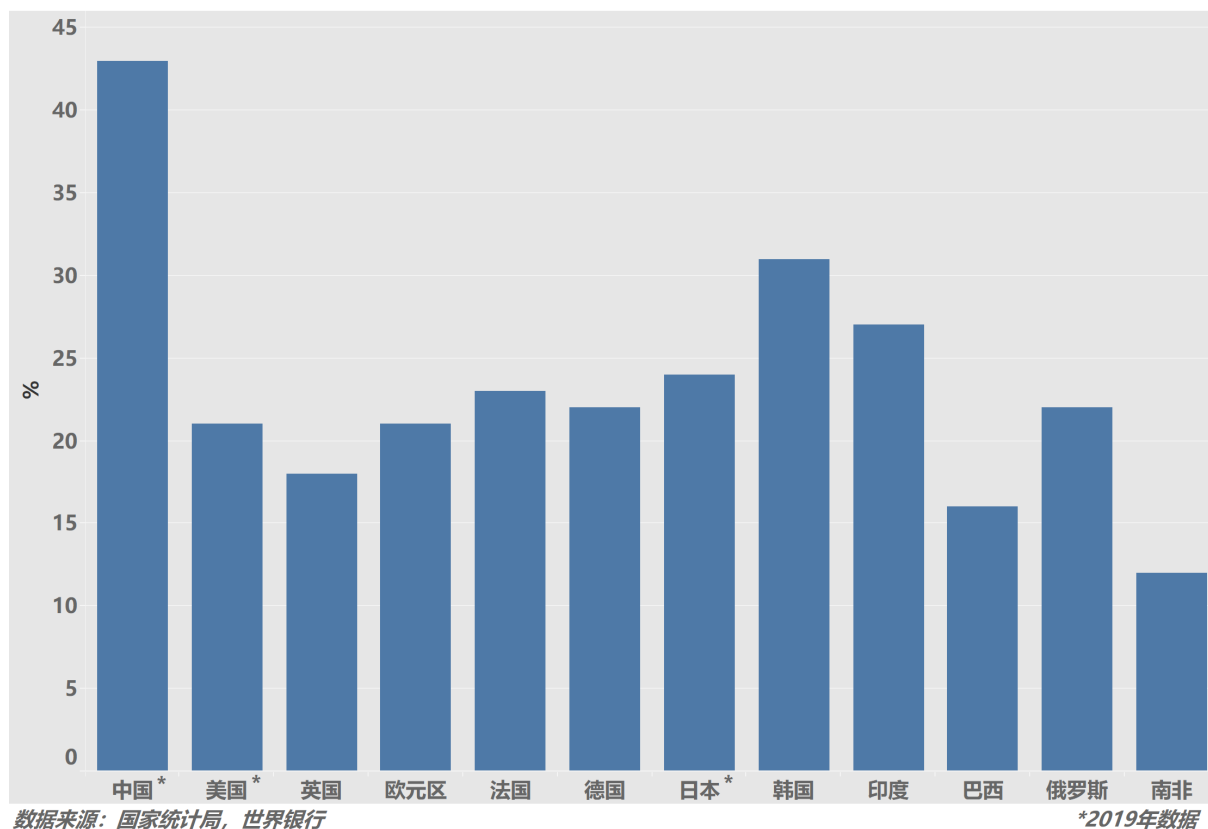


数据来源：《中国国家资产负债表2020》，人大重阳整理

图表4.6：我国储蓄率远远高于其他经济体



数据来源：国家统计局，IMF

**图表4.7：2020年主要经济体固定资产投资占GDP比重**


所需的融资额及其所形成的债务额自然是巨量的。

相比之下，大部分的消费即使在消费信贷发达的经济体所需的融资从而债务支持也是有限的；何况我国消费信贷还欠发达。值得一提的是，在任何国家最大的消费信贷项目是支持购买住房的按揭贷款，但购房并不是消费行为，而主要是投资行为，住房按揭贷款实际上所支持的是房地产投资。

我国的高储蓄率是国人的经济行为特征之一，是国民性的体现，是儒家文化或哲学的结晶，历来都高于其他国家并将继续如此，因而是必然的。高投资率又是新兴经济体的崛起特征和必要条件，在我国追赶发达经济体，重返世界经济前沿位置的历史进程中是必不可少的，所以是合理的。

因而高储蓄率 / 投资率与重经济占比大一起分别在资金供给端和需求端成为我国企业收入杠杆率高

企的两大当然性成因。

### 当然性成因 3：债权融资主导

一国的企业债务规模还与该国金融市场的融资结构高度相关。我国与发达经济体在社会融资结构方面的一个重大区别是，在我国债权融资主导，而发达经济体以股权融资为主。

债权融资包括银行贷款融资、债券融资以及其他形式的债务性融资，相当于借债，必须如期偿还本息，而股权融资为通过一级和二级股票

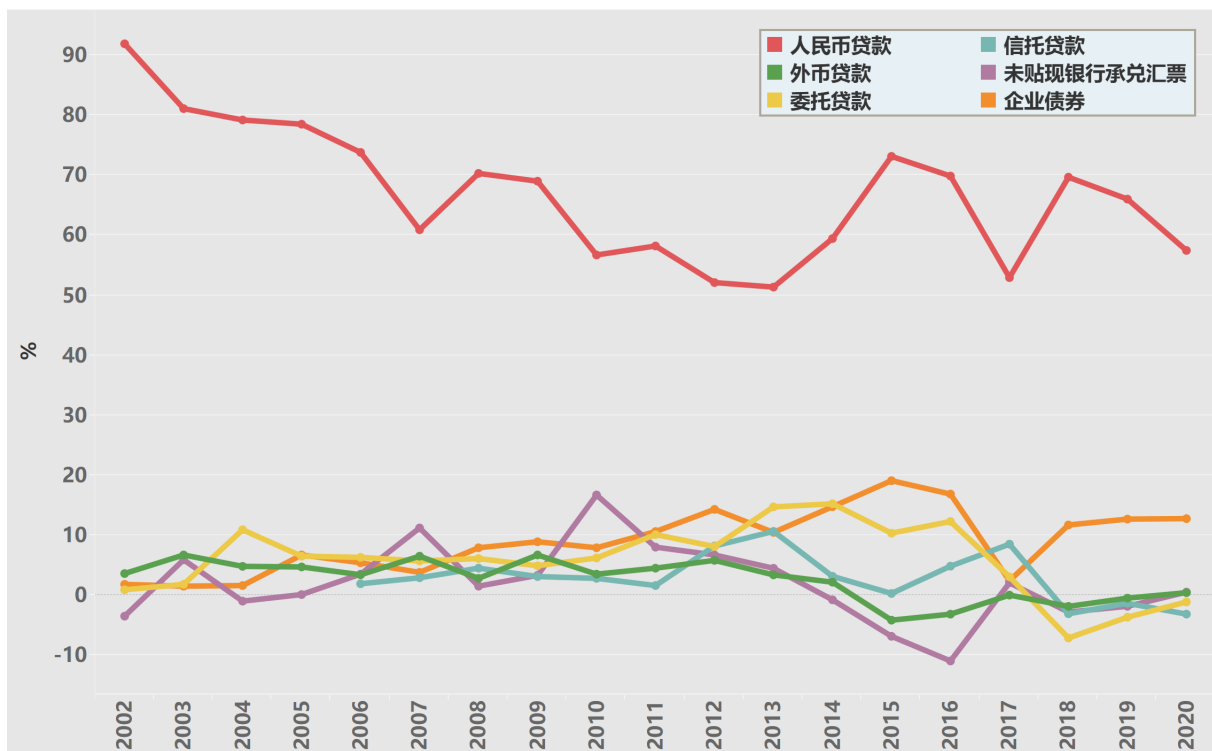
市场进行的融资，以股权转让为代价，不须偿还，也不用支付利息。

图表 3.4 已显示，2020 年我国债权融资占社会融资总额的 94.1%，其中，银行贷款占 74.7%，债券融资占 11.9%，其他形式的债权融资占 8.3%，而股权融资只占 5.1%。

其他形式的债权融资包括委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票等，一度增长很快，但近年来随着影子银行受到遏制而大幅走弱。

发达经济体的社会融资结构与

图表4.8：2002-2020年我国债权融资分项占比变化



数据来源：中国人民银行

我国刚好相反，以股权融资为主，债权融资为辅。在美国，股权融资占社会融资总额的70%左右，而在欧元区、英国和日本这一比例在55-60%之间，均大大高于我国的5%左右。

债权融资必然形成债务；债权融资多必然导致债务余额高，则债权融资主导必然推高企业部门的收入杠杆率。

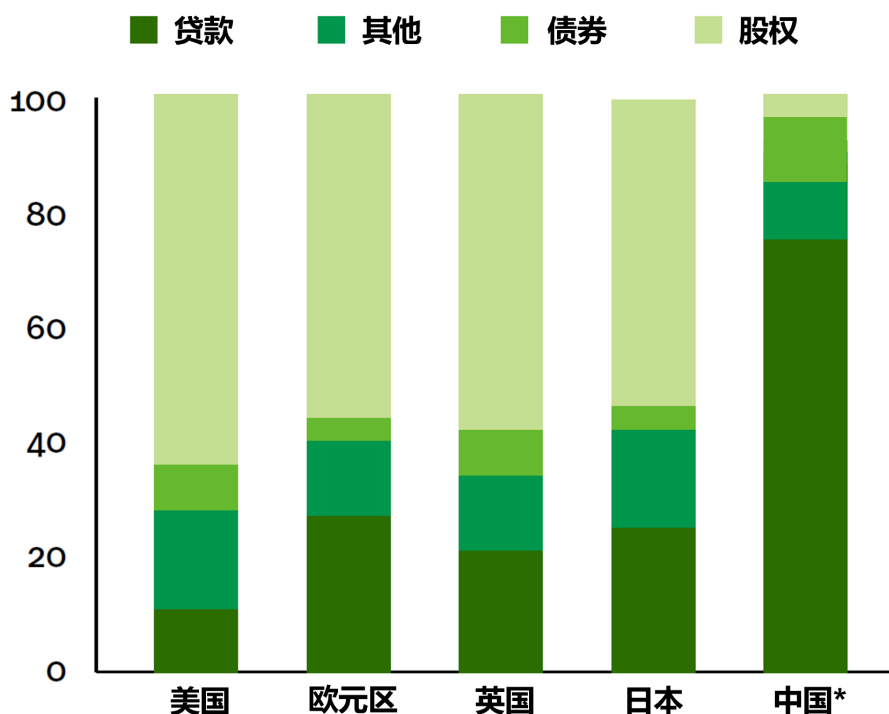
债权融资主导反映了我国的社会融资结构和金融市场离现代化仍

有很大的距离，与股权融资相比存在违约风险。但这与我国仍处于新兴和发展中阶段和金融市场改革的历史仍短有关，有必然性和当前合理性。其他新兴经济体也是或更是如此。所以债权融资主导也是我国企业收入杠杆率高企的一个重要的当然性成因。

#### 当然性成因 4：经济增长预期高

过去40余年，我国经济年均增长9.2%，大大快于其他经济体，无论是新兴的还是发达的，大幅抛离

图表4.9：2019年主要经济体非金融机构的融资方式



数据来源：经合组织，欧洲央行，日本银行，中国国家统计局，美联储

\*2020年数据

全球经济的平均增长水平。

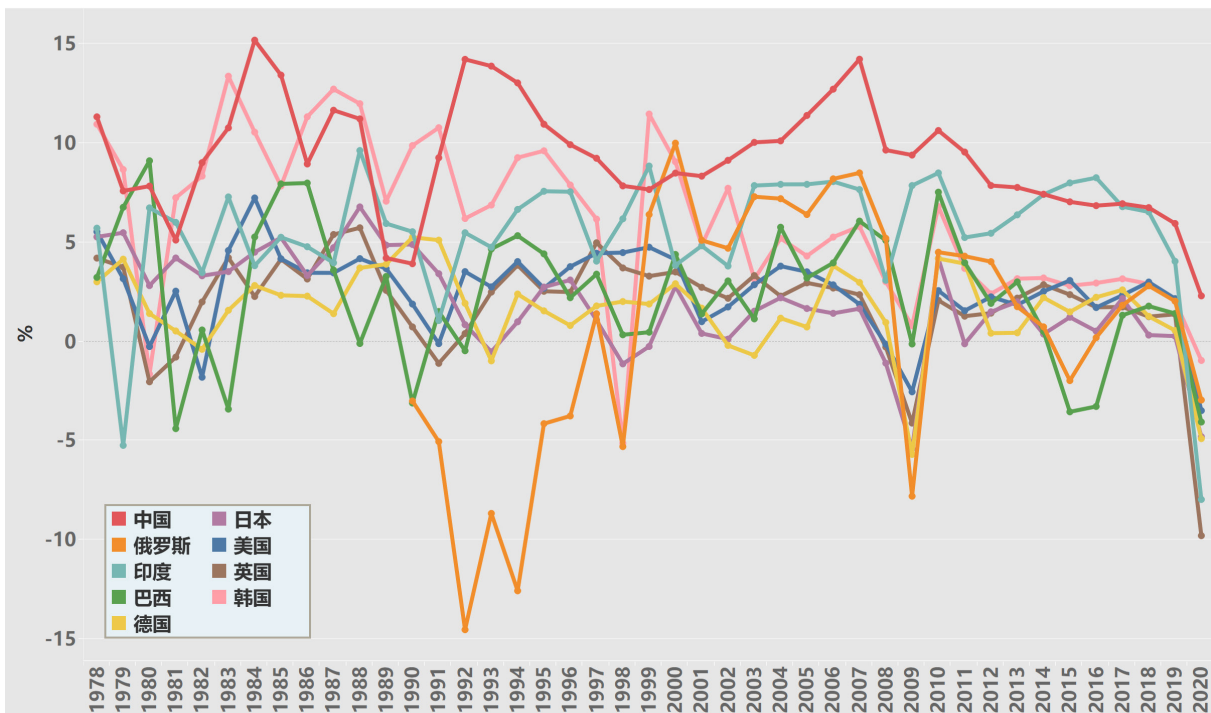
经济增长快，自然债务需求增长快；经济增长快又意味着投资回报高，进一步刺激债务需求。

静态来看，这并不影响收入杠杆率，因为分子债务总额与分母GDP同时增大。但动态地看，根据现代宏观经济学的合理预期理论，长远而言企业是理性预期者，最终能够根据过去和当前经济高速增长的趋势预测到今后经济持续快速增长的趋势，因此在融资时不仅考虑

当前高速增长的资金需要，而且会超前性地考虑今后经济持续快速发展的资金需要，使得其债务需求超过当前经济增长所对应的资金需要。这势必导致债务的增长快于经济的增长，从而推高收入杠杆率水平。

如前所述，我国经济的高速增长是必然的，企业对于今后经济继续快速增长预期是合理的，因而经济增长预期高也是我国企业部门收入杠杆率的当然性成因之一。

图表4.10：1978-2020年间我国和其他主要经济体GDP增速的国际比较



数据来源：世界银行

以上四大当然性成因实际上反映了现阶段我国经济与金融市场的若干本质性特点和规定；这正是当然性之所在，在今后很长一段时间将继续存在。

## 4.2 四大非当然性成因

### 非当然性成因 1：国有企业占比过大

尽管过去 40 余年的企业改革，我国国有企业在经济中的比重仍然过大，远大于其他经济体，尤其是在重经济行业，如能源、通信、公用设施、重化工等行业。

国有经济占 GDP 的比重，世界平均水平在 10% 左右，发达经济体多在 5% 以下。而据世界银行估算，2017 年我国国有经济占 GDP 的份额仍高达 28%，国有企业在工业增加值中的份额高达 21%。

由于其多在重经济行业，如前所述，国有企业的融资需求大。更重要的是，虽生产效率和经济效益低于民营企业，国有企业在国民经济中的支柱地位是不可否认的，所以得到政府的鼎力支持。正因为如此，其市场份额进而收入和盈利都得到较大程度的保障，且一旦出现问题政府会保底。认识到这一点，

图表 4.11：2017 年我国国有企业占 GDP 比重：直接估算

行业	增加值（亿元）	假定国有企业在该行业增加值中的份额（%）	国有企业在该行业的增加值估计（亿元）	国有企业在全部增加值中的份额估计（%）
农林牧渔业	64660	4.6	2974	0.4
工业	278328	21.1	58727	7.2
建筑业	55314	38.5	21296	2.6
批发零售业	77658	36.9	28619	3.5
交通运输、仓储和邮政业	37173	77.3	28722	3.5
住宿和餐饮业	14690	8.8	1299	0.2
金融业	65395	88.0	57548	7.0
房地产业	53965	24.6	13275	1.6
其他	173571	7.7	13308	1.6
总计	820754		225768	27.5

数据来源：《中国的国有企业对 GDP 和就业的贡献有多大？》，张春霖，世界银行研究报告，2019 年 7 月

银行和投资者都对其青睐有加，因而国有企业取得融资要比民营企业容易得多。

如图表 4.12 所示，工业国有企业的资产负债水平明显高于民营和外资企业。

可见，国有企业比重过大是我国企业部门收入杠杆率高企的一个不可忽视的成因。虽在当前阶段国有企业比重仍大有其必然性，但仍然过大说明我国企业改革相对于缩小国有经济、壮大民营经济的方向没有到位，不具合理性，所以是我

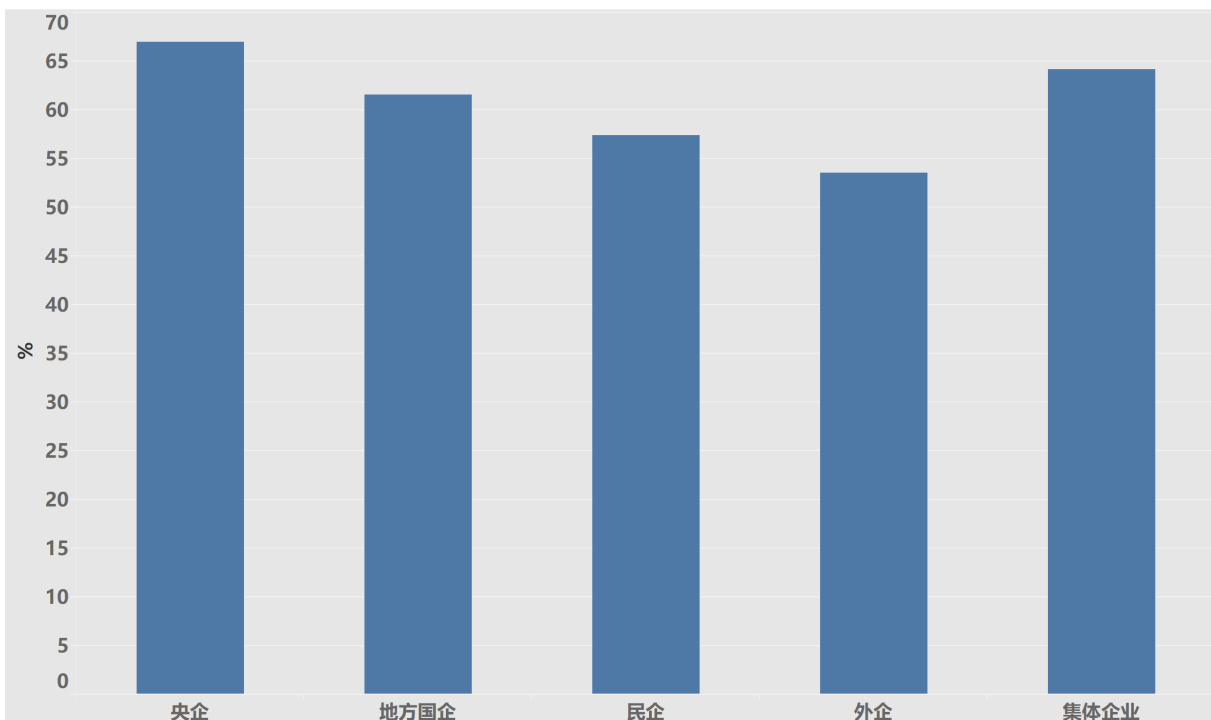
国企业部门收入杠杆率高企的一个重大的非当然性成因。

### 非当然行成因 2：部分行业过度发展与产能过剩

在经济高速发展的大环境下，过去 40 余年我国国民经济的各个行业都取得了快速发展。但部分行业发展过度，造成产能过剩，产能利用率过低。

尽管经过上世纪九十年代以来多轮的治理近年来产能过剩的程度有所降低，但问题仍未解决，房地产、

图表4.12：2019年规模以上工业企业按所有制划分的企业组别资产负债率



数据来源：万得



煤炭、石油加工、钢铁、有色金属、交通运输、仓储、煤电、公共设施等行业的产能仍然明显过剩。这些行业也多属于重经济行业。

其结果，目前我国工业整体的产能利用率在 75% 左右，低于 80% 的国际平均水平。

产能过剩的企业，由于多数属于重经济行业，既然仍在生存必然占用大量资金，造成高额负债。图表 4.14 显示，这些行业的资产负债率都高于 60%。

但这些行业由于产品销路不畅，

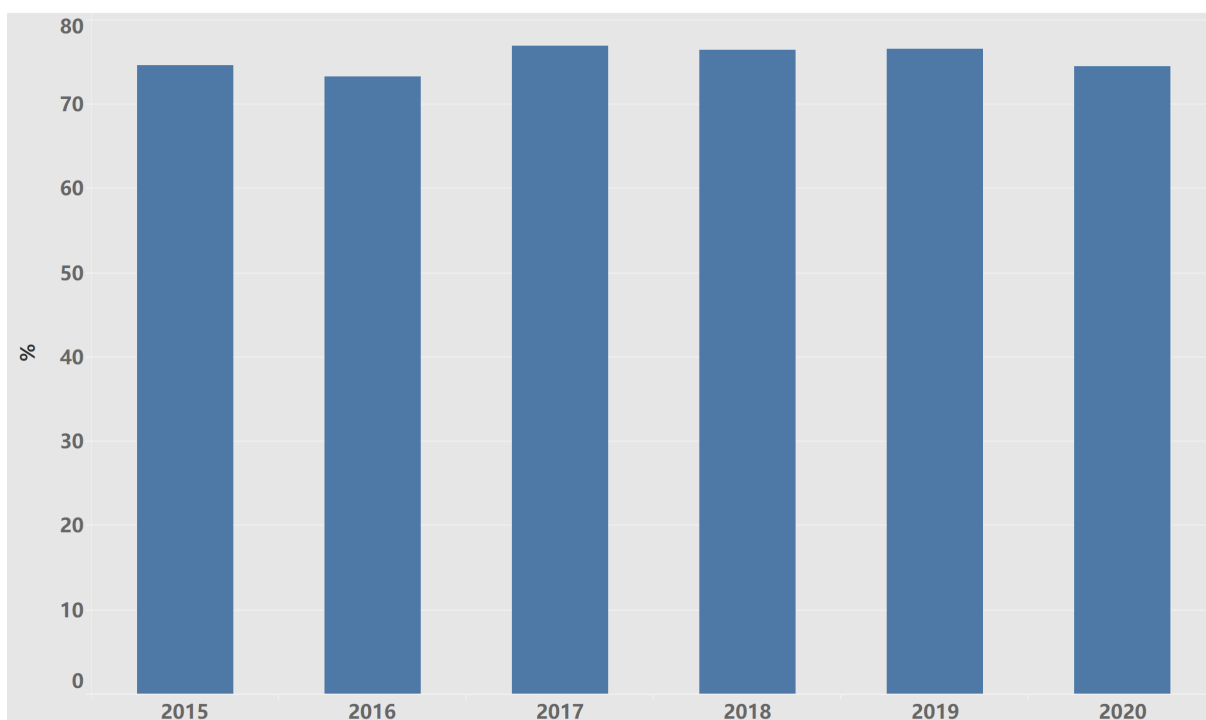
不能进行正常的生产和经营，从而不能创造应有的增加值，不能对 GDP 上做出与其高额负债相对应的贡献。

其结果，不可避免地推高企业部门的收入杠杆率。

过度发展和产能过剩自然是经济发展中的不健康现象，所以是企业收入杠杆率高企的又一个重要的非当然性成因。

### 非当然性成因 3：地方政府隐性债务

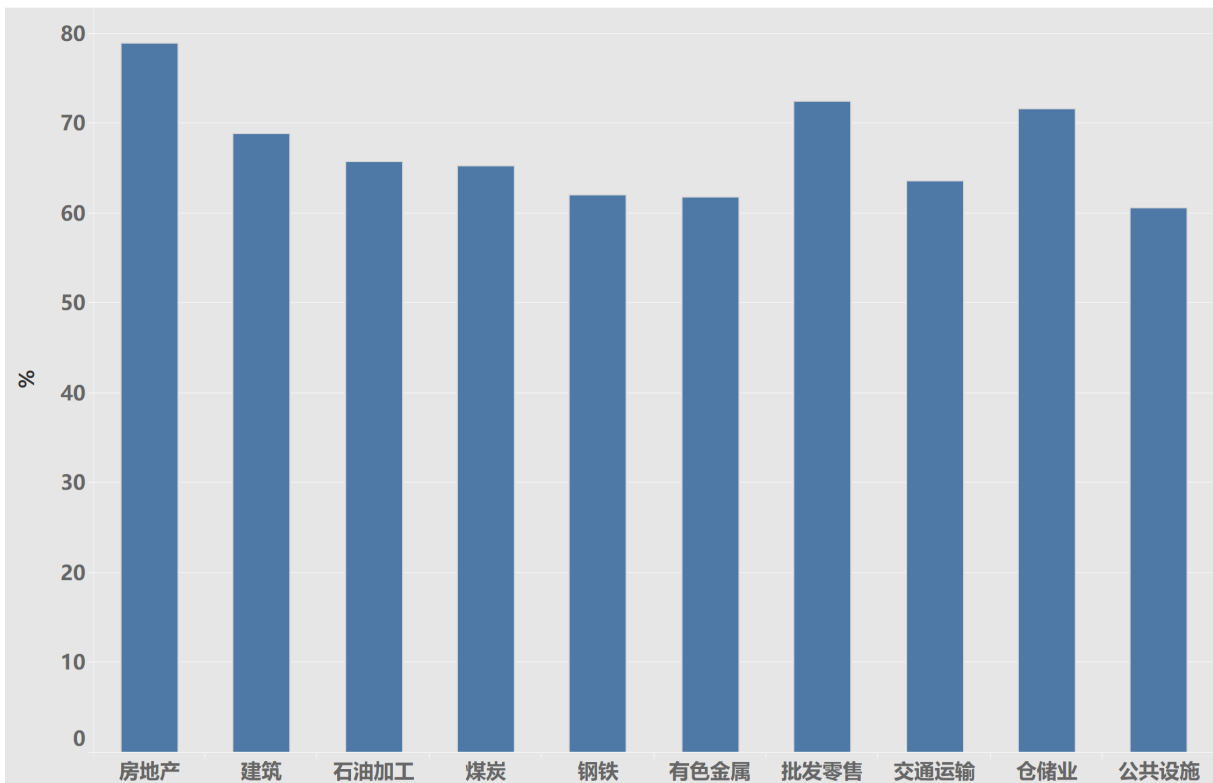
**图表4.13：2015-2020年我国工业产能利用率**



数据来源：国家统计局

值得注意的是，2015年以来我国的地方政府隐性债务（以地方政府融资平台债务为主）大部分被统计在企业债务中，因而我国企业部门收入杠杆率的分子中包括了地方政府的隐性债务，这自然推高了分子，进而杠杆率的水平。

图表4.14：2019年我国部分产能过剩行业的资产负债率



数据来源：国家统计局

图表 4.15：我国地方政府隐性债务余额的各方估算

估算机构		估算额 (万亿元人民币)	估算年份
国际	国际清算银行 ( BIS )	8.9	2017
	国际货币基金组织 ( IMF )	19.1	2016
	标准普尔 ( S&P )	30-40	2018
国内	国家金融与发展研究室	30	2017
	社科院世界经济与政治研究所	24	2017
	清华大学财税研究所	47	2017
	海通证券	32	2017
	申万证券	43	2017
	联讯证券	37	2018

数据来源：表中估算机构

至于地方政府隐性债务应不应该包括在企业债务内，是可商榷的。鉴于地方政府融资平台也是以公司名义注册的，所以视为国有企业并无不可。

但地方融资平台是特殊的国有企业，专门从事本应由地方政府从事的地方基础设施建设，得到地方政府的隐性担保，从而债务需求和债务可获性都比一般国有企业更强。另一方面，其所融资的项目作为准政府项目效率更低，对GDP的贡献起码在短期内相对较小。

同时，国际比较的话，其他国

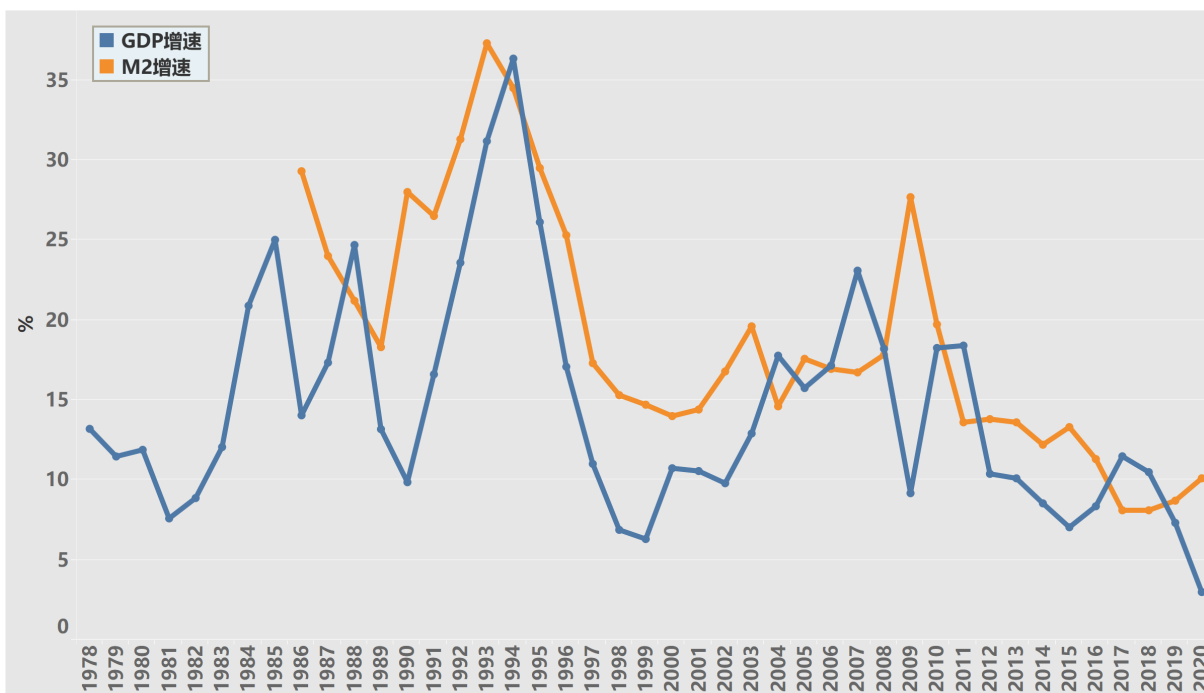
家没有或很少地方政府隐性债务，有的话也归属于政府债务而非企业债务，这从统计口径上也推高了我国企业收入杠杆率相对于他国的水平。

因而地方政府隐形债务是我国企业部门收入杠杆率高企的另一个非当然性成因。

#### 非当然性成因 4：流动性过剩

流动性过剩在过去十多年来是全球经济的一个普遍现象和严重问题。我国也不例外，M2（广义货币供应量）的增长在大多数年份都快于名义GDP的增长，导致流动性过剩。

图表4.16：我国M2与GDP增长速度



数据来源：国家统计局，中国人民银行

流动性过剩，说明市场上货币或资金供大于求，致使利率下行，企业融资成本降低，更重要的，使得在很多时候企业融资的供应方和需求方的关系产生了反转，从以前的卖方市场，即企业求银行贷款，变成了买方市场，即银行求企业借款。这自然大大提高了企业债务的可获程度，也增强了企业的举债冲动，导致企业债务额超过经济增长需要地增长，进而推升企业部门收入杠杆率。

造成流动性过剩的原因很多，有外部的，也有内部的。

外部原因是全球的过剩流动性在各国之间流动，通过各种方式流向新兴市场，尤其是增长前景最为可观的我国市场，包括随我国贸易和直接投资顺差合法进入的资金和以短线炒作为目的的不合法进入的海外热钱。

内部因素既有市场性的，也有政策性的。市场性方面主要是企业与银行在信贷方面的双双冲动，螺旋式地推高信贷规模；政策性方面则是货币政策时松时紧，松的时候

有时过松，导致流动性陡然增加。

这些外部和内部的因素，有必然的，也有非必然的；有合理的，也有不合理的。但总体而言，非必然的成分高于必然的；不合理的成分高于合理的，所以非当然性高于当然性。

鉴于此，流动性过剩也是我国企业部门收入杠杆率高企的非当然性成因之一。

以上四大非当然性成因反映了现阶段我国经济与金融市场超出本质性规定的结构性缺陷；这正是非当然性之所在，有待于通过进一步的改革逐步矫正。

### 4.3 当然性成因和非当然性成因对于企业部门债务水平的分别涵义

上述当然性和非当然性成因都必然地推高企业部门收入杆杆率。

#### 非当然性成因推高的部分反映企业债务水平上升

被非当然性成因推高的部分，

既然成因是非当然性的，结果就是非当然性的，即非必然的或当前不合理的，的确意味着债务水平上升。

因而非当然性成因确实推升了我国企业部门的债务水平；由其造成的收入杠杆率的高居程度确实反映了我国企业部门债务水平的高企程度及其与他国的差距。

### **但当然性成因推高的部分不表明企业债务水平升高**

被当然性成因推高的部分，既然成因是当然性的，结果就是当然性的，即必然的和当前合理的，就不意味着债务水平升高。

### **当然性成因高估企业债务水平**

所以，鉴于当然性成因的存在，企业部门收入杠杆率的高居程度并不一定反映我国企业部门的债务水平的高企程度。

这就是说，当然性因往往造成我国企业债务水平的高估。若排除当然性成因的影响，我国企业部门收入杠杆率水平将显著降低，与他国的差距将明显缩小。

## 五. 我国资产杠杆率的现状、国际比较及推论

### 5.1 现状 – 与收入杠杆率类似：企业部门大大高于居民和政府部门；国有企业和部分行业高企

由于新冠疫情的影响，资产收入杠杆率也以 2019 年数据作为现状数据。

据 CNBS 的《中国国家资产负债表 2020》

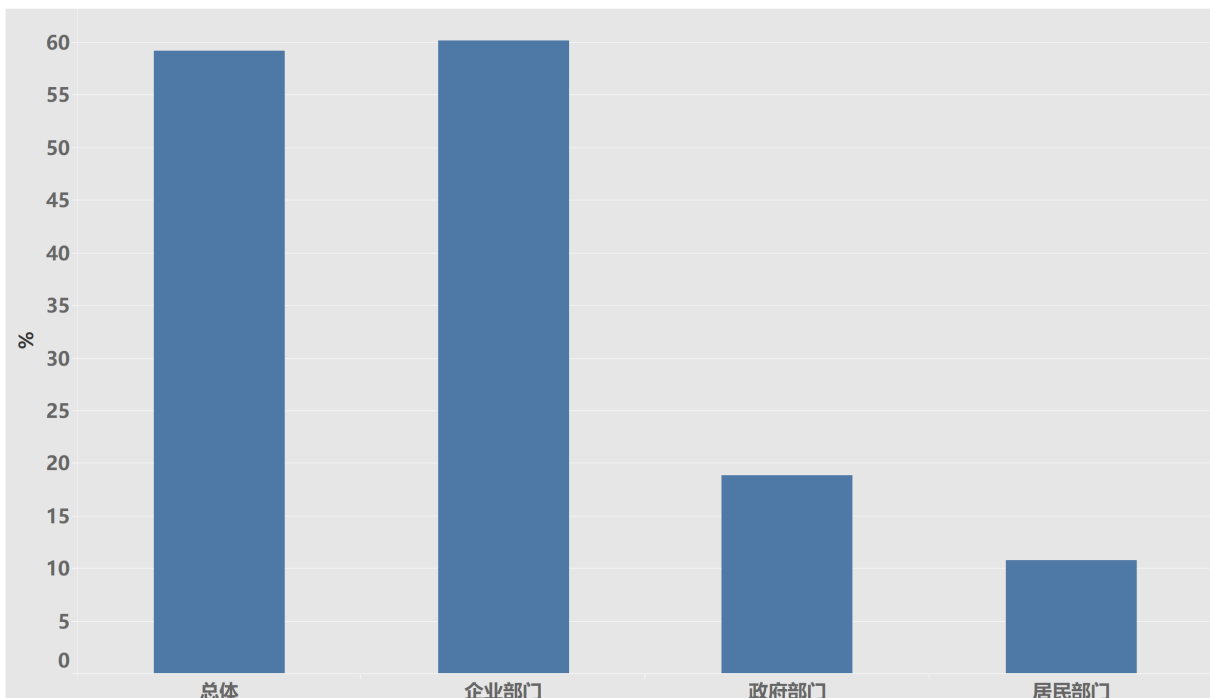
》，2019 年我国的总体与各宏观经济部门的资产杠杆率如图表 5.1 所示。

**总体：略低于 60%**

2019 年我国的总体资产杠杆率为 59.2%。

**部门分布：企业部门远高于政**

图表5.1：2019年我国总体和各宏观经济部门资产杠杆率



数据来源：《中国国家资产负债表2020》

## 政府部门和居民部门，国有企业更高

分宏观经济部门看，2019年我国企业部门资产杠杆率、政府部门资产杠杆率和居民部门资产杠杆率分别为60.2%、18.9%和10.8%。

可见，资产杠杆率与收入杠杆率类似，企业部门的远高于政府和居民部门的，且高的程度更甚于收入杠杆率；国有企业更高达65%以上。

## 企业部门的产业 / 行业分布：产业分化较大；部分行业高企

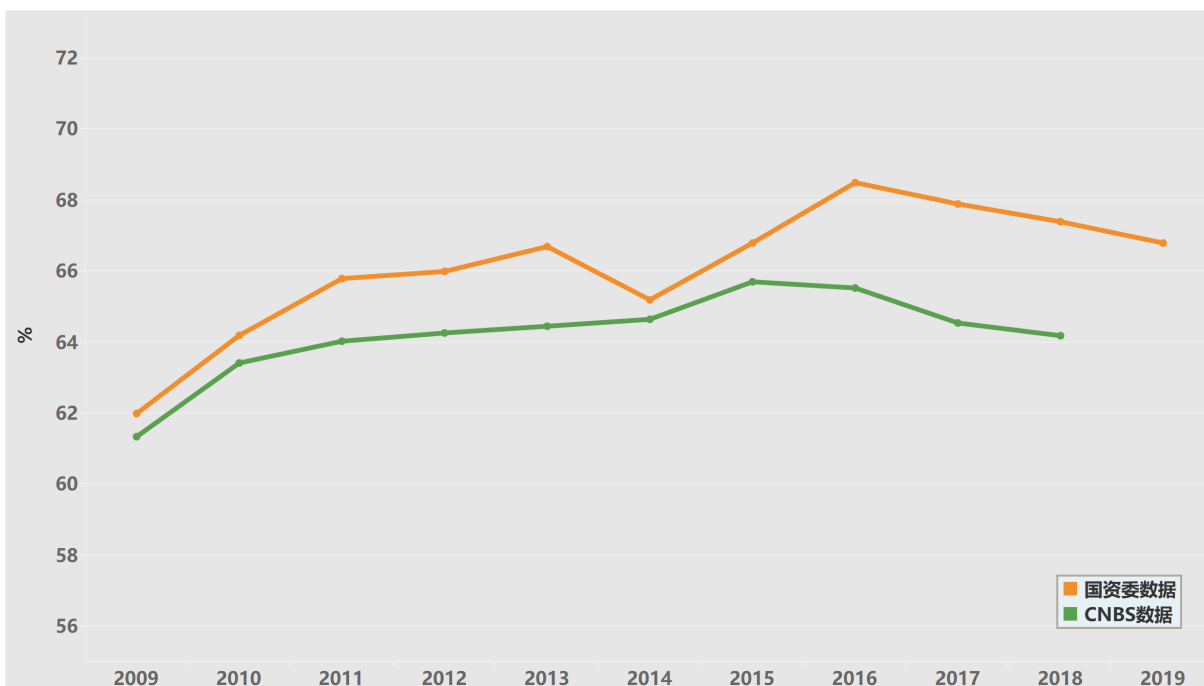
据《中国工业统计年鉴》、《中国建筑业统计年鉴》和《中国第三产

业统计年鉴》，我国规模以上工业、建筑业和服务业的资产杠杆率分别为56.5%、68.0%和60.1%。

农业没有资产杠杆率数据，但可以认为大大低于工业、建筑业和服务业，所以三大产业，即第一产业（农林牧副渔）、第二产业（工业+建筑业）和第三产业（服务业）之间的资产杠杆率分化较大。

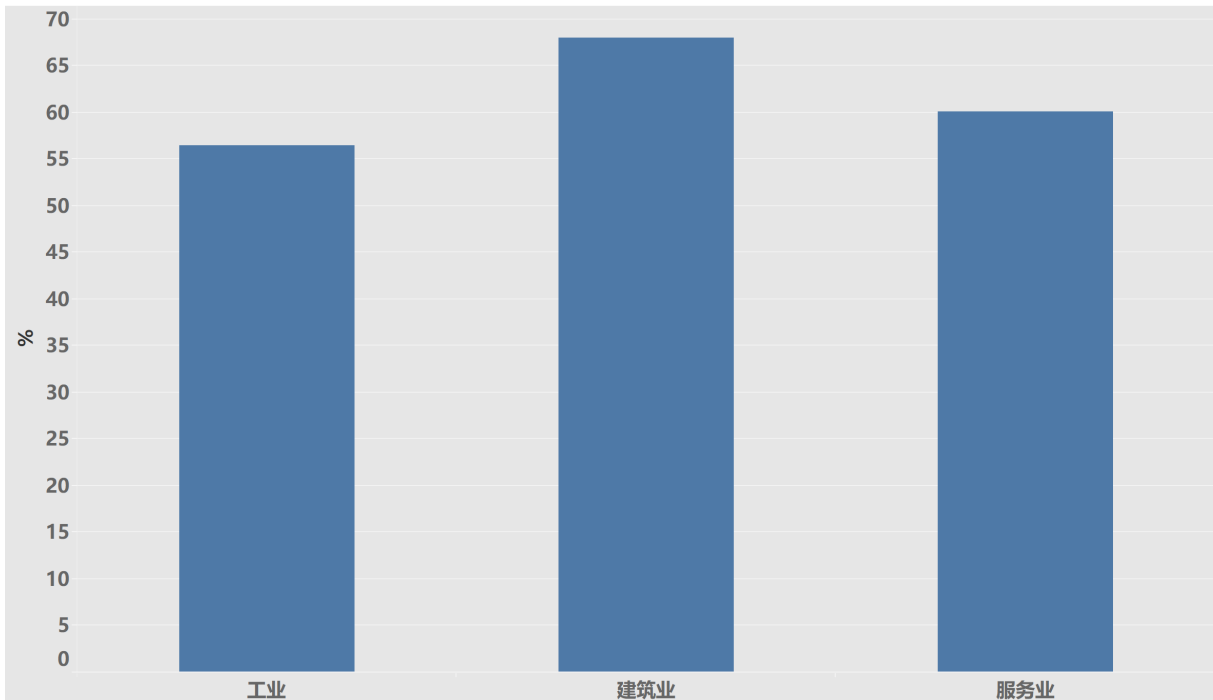
据《中国房地产统计年鉴》和Wind，我国房地产、公共设施、批发与零售、煤炭、钢铁、交通运输、有色金属等行业的资产杠杆率高于60%，前四位更高于65%。

图表5.2：2009-2019年国有企业资产杠杆率



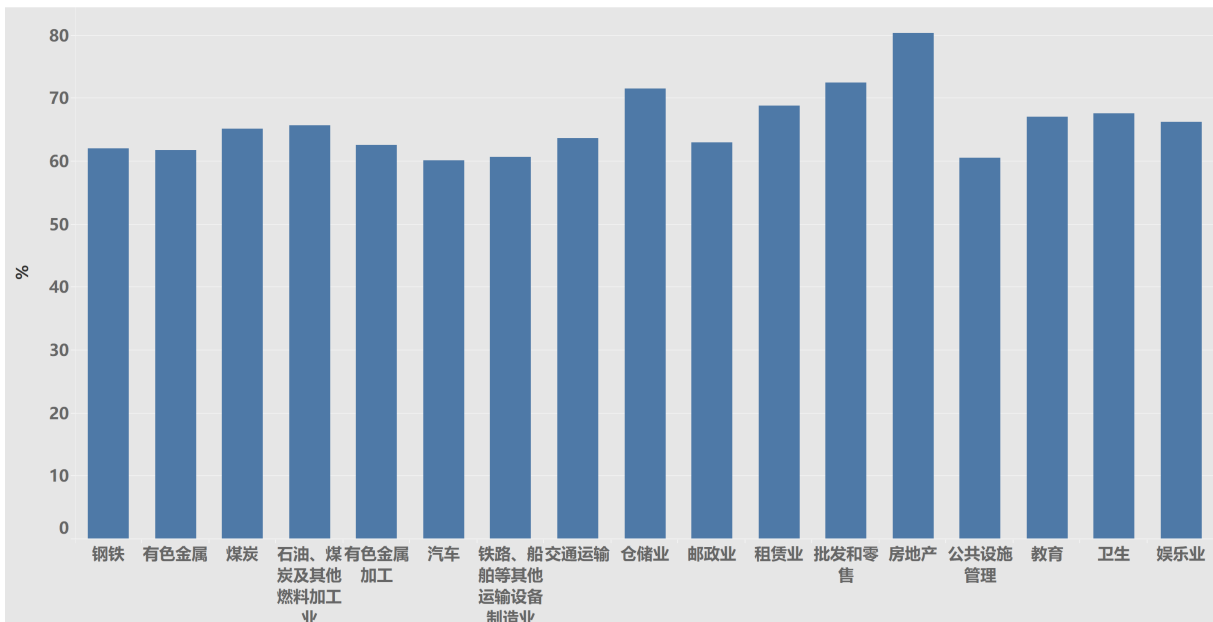
数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，《中国国家资产负债表2020》

图表5.3：2019年我国工业、建筑业和服务业资产杠杆率



数据来源：《中国工业统计年鉴》，《中国建筑业统计年鉴》，《中国第三产业统计年鉴》

图表5.4：2019年我国部分高负债行业的资产杠杆率



数据来源：《中国统计年鉴2020》



## 5.2 国际比较 – 与收入杠杆率明显不同：总体偏低；政府大幅低企；居民与企业均偏低

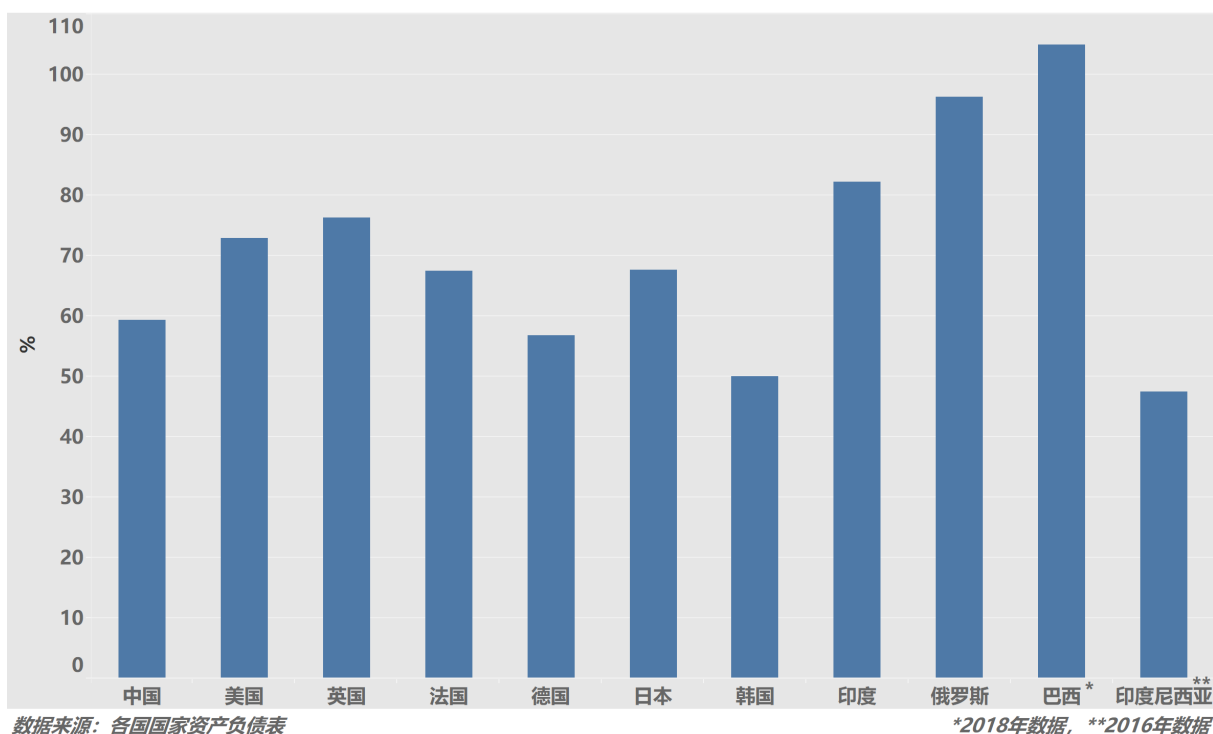
### 总体偏低

图表 5.5 显示，2019 年我国的总体资产杠杆率为 59.2%，低于大部分的主要经济体，无论是发达的还是新兴的，仅高于德国、韩国和印度尼西亚，处于偏低水平。

因此，国际比较，我国总体资产杠杆率水平偏低，与总体收入杠杆率水平偏高形成鲜明对比。

关于一国资产杠杆率的合理水平，国际上并没有严格的标准。就单个企业而言，一般认为，资产杠杆率，即资产负债率的适宜范围是 40–60%；若 20% 或以下说明企业净资产很多或资产超过负债很多，安全系数很高但资金利用不够，应考虑融资；若 100% 或以上表明企业已无净资产或资不抵债，无论是经营者，还是债权人、投资人，都将承担巨大的财务风险；若 70% 或以上则普遍认为达警戒线，财务将可能出现风险。可见，70% 是警戒上线和 20% 是警戒下线。

图表5.5：2019年我国与其他主要经济体总体资产杠杆率的国际比较



评价国家债务水平时也可参考此标准，当然仅仅是参考。如参考，我国的 59.2% 远在 70% 的警戒上线之下，位于 40–60% 适宜范围的边缘，应在安全范围。

### 政府部门大幅低企

我国政府部门的资产杠杆率仅在 20% 左右，大大低于其他经济体，无论是发达的还是新兴的，如图表 5.6 所示，与第三节描述的收入杠杆率低于发达经济体和与新兴经济体相当相比，更显示我国政府部门债务水平低于国际水平。

### 居民部门偏低

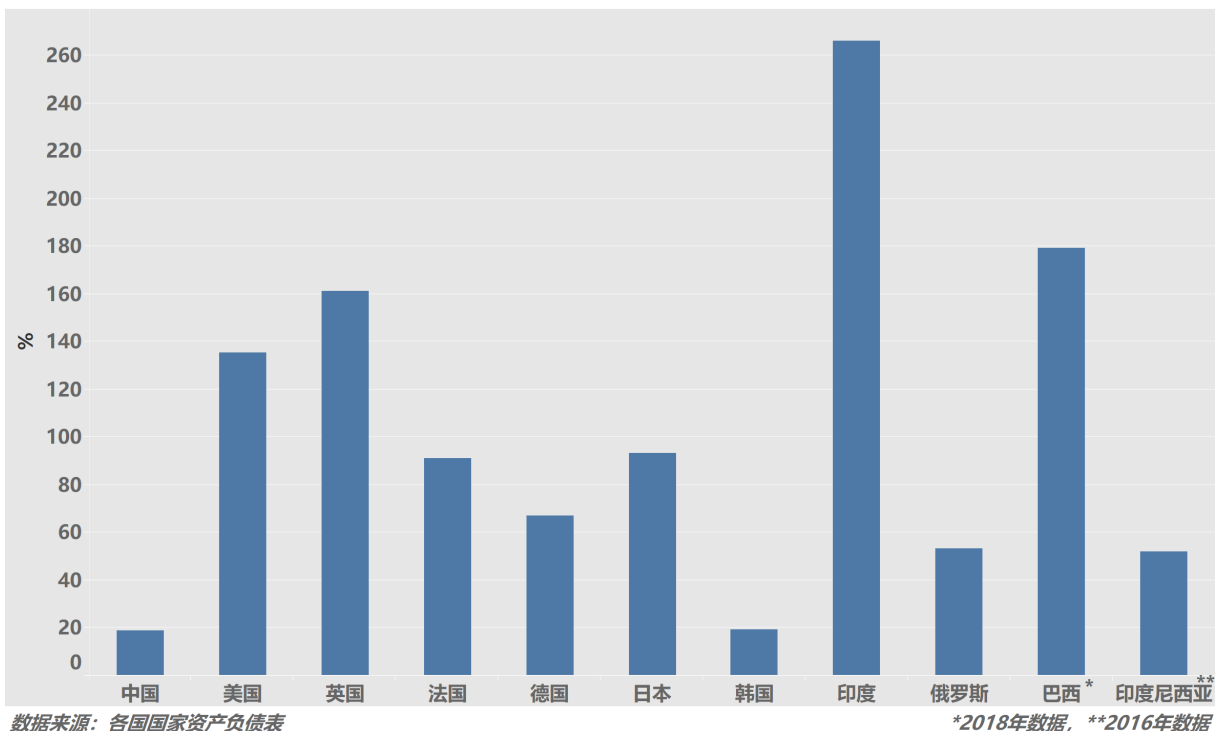
图表 5.7 显示，主要经济体的居民部门资产杠杆率都位于 10–20% 之间，我国的 10.8% 也在此区间，但在低端，仅高于印度尼西亚，说明偏低。

### 企业部门也偏低

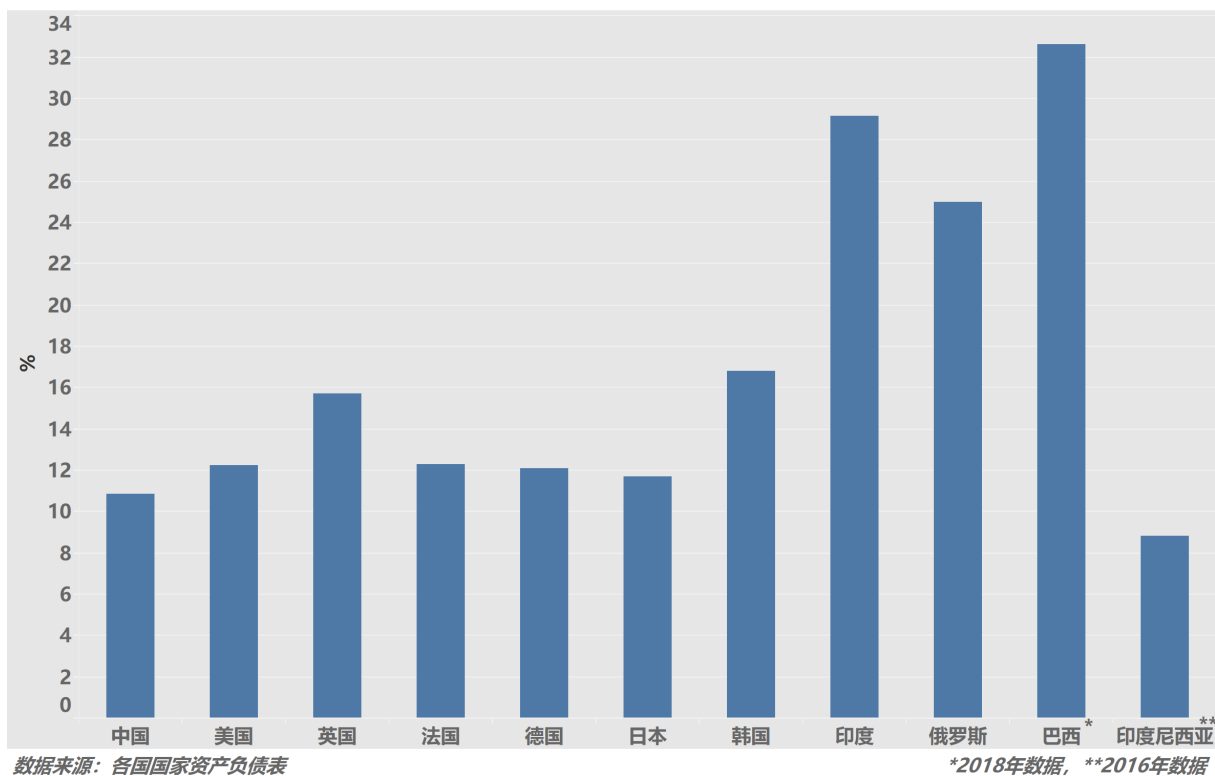
与收入杠杆率大幅高企截然相反，我国企业部门的资产杠杆率也处于偏低水平，低于大部分其他主要经济体，如图表 5.8 所示。

鉴于这一结果的重要性，下面

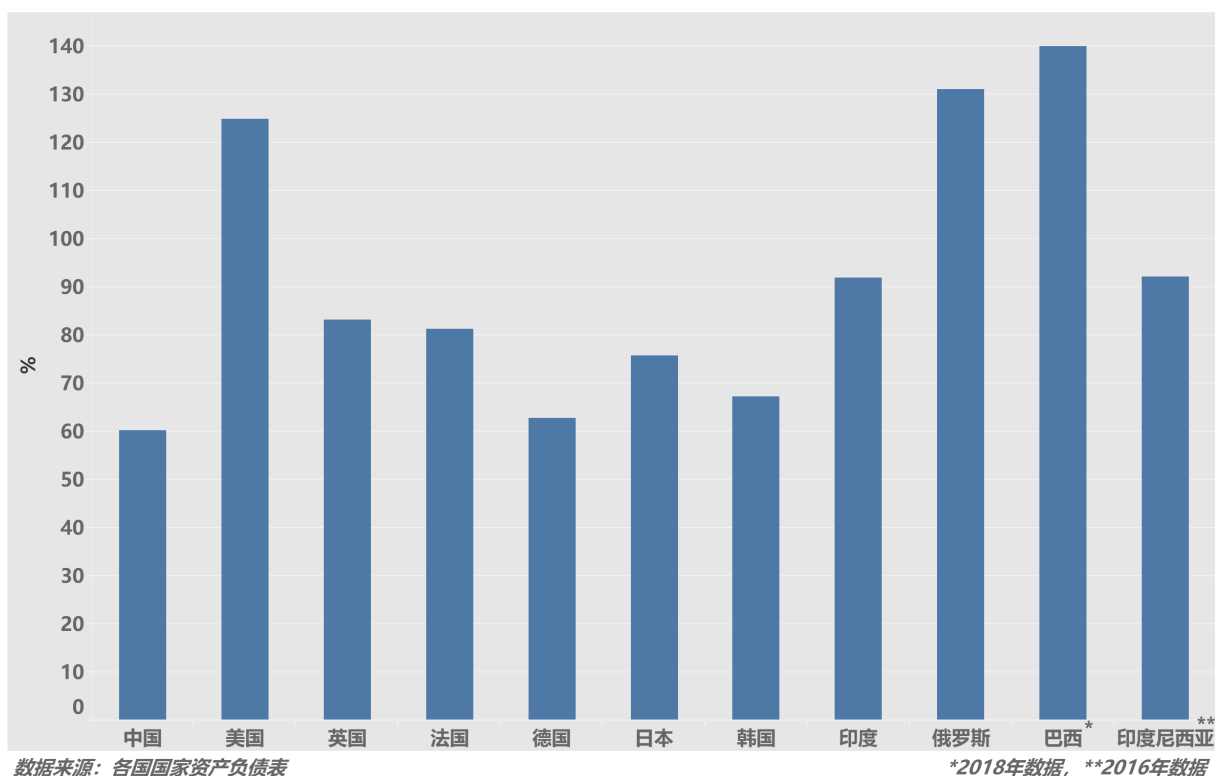
图表5.6：2019年我国与其他主要经济体政府部门资产杠杆率的国际比较



图表5.7：2019年我国与其他主要经济体居民部门资产杠杆率的国际比较



图表5.8：2019年我国与其他主要经济体企业部门资产杠杆率的国际比较



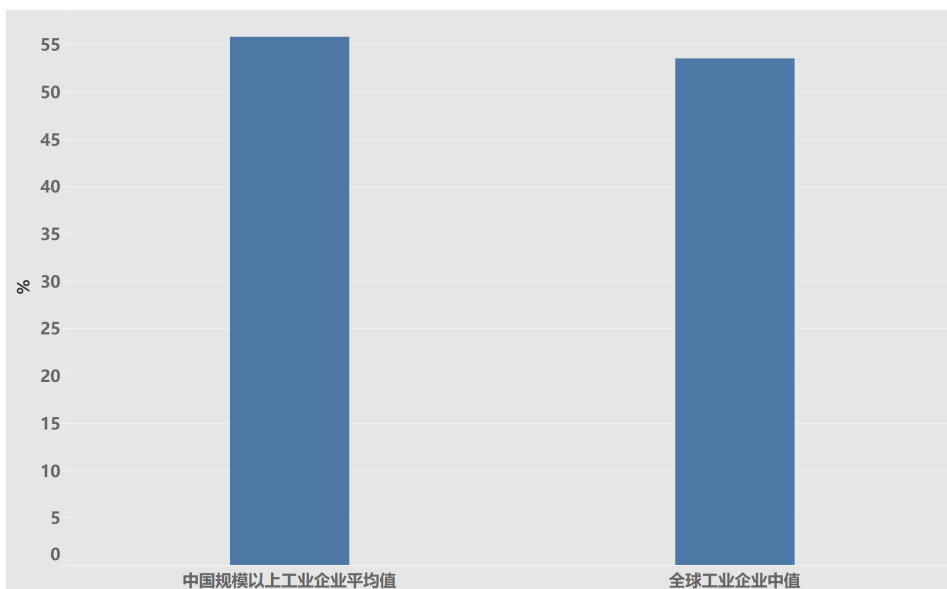
从我国规模以上工业企业和非金融上市公司资产杠杆率的国际比较对此进行验证。

图表 5.9 显示，2019 年我国规模以上工业企业的平均资产杠杆率为 55.6%，比全球工业企业的资产

杠杆率中值仅高 2 个百分点左右。

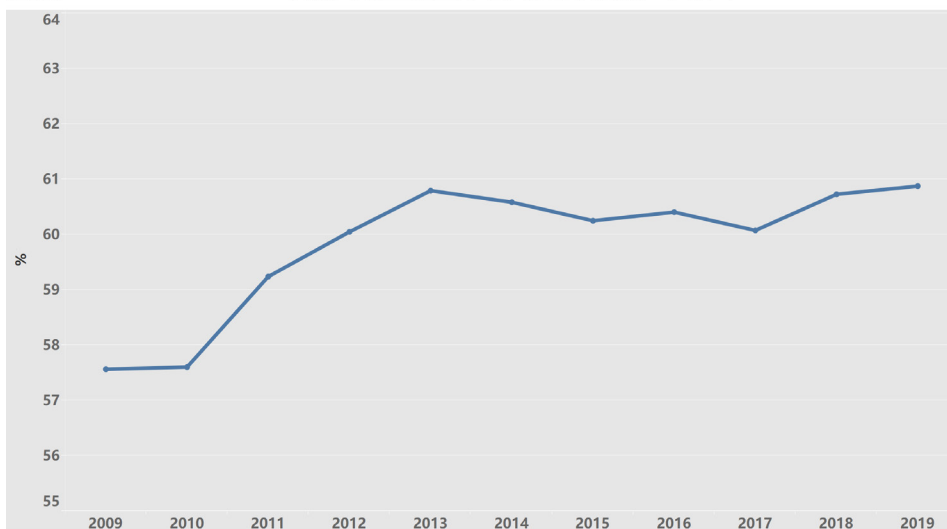
图表 5.10 显示，2019 年底我国非金融上市公司的平均资产杠杆率为 60.8%，与国家资产负债表 60.2% 的企业资产杠杆率水平相差无几。

**图表5.9：2019年我国规模以上工业企业资产杠杆率平均值与世界工业企业资产杠杆率中值的比较**



数据来源：万得

**图表5.10：2009-2019年我国非金融上市公司整体的资产杠杆率**



数据来源：《中国国家资产负债表2020》

图表 5.11 显示 2019 年我国上市公司资产杠杆率的分组公司数量分布，由此可见，其中位数为 41%。

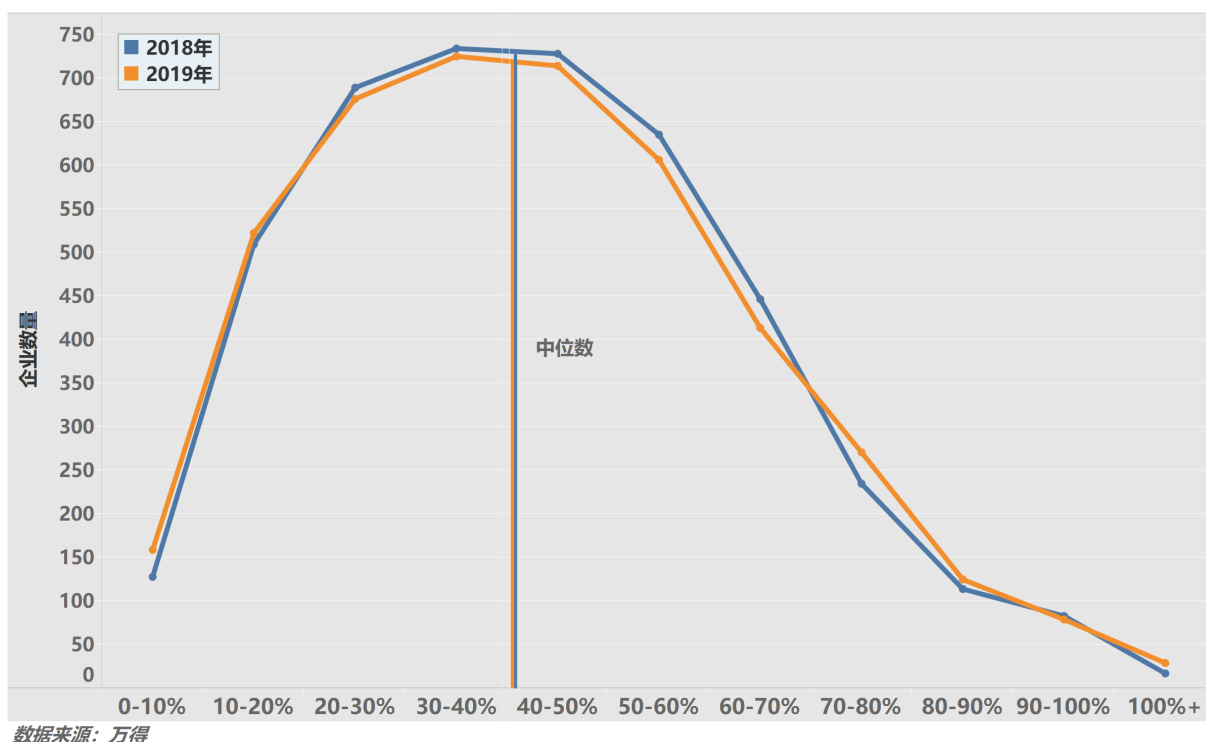
图表 5.12 则为我国和部分其他主要经济体上市公司的资产杠杆率百分位点分布。从中可以看出，2019 和 2020 年上市公司资产杠杆率的中位数，我国分别为 41.0% 和 41.3%，比美国的 58.0% 和 57.6%、德国的 56.3% 和 55.1% 和日本的 45.9% 和 45.8% 均低，仅高于英国的 36.7% 和 36.4%，表明我国上市公司的债务水平非但不高于反而低于大部分发达经济体。

### 5.3 推论 – 我国国家债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低；政府部门很低

鉴于上，以资产杠杆率来衡量，我国的债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低，政府部门更是很低，均低于收入杠杆率所推论的水平。

收入杠杆率高，即债务总额相对于 GDP 高，但资产杠杆率不高，即负债总额相对于资产总额不高，意味高额负债是由高额资产所支撑的。由高额资产所支撑，则如果资产都是

**图表5.11：2018-2019年我国上市公司整体按资产负债率的分组数量**



**图表 5.12 部分国家上市公司资产负债率分布**

分位点	2019					2020				
	美国	德国	英国	日本	中国	美国	德国	英国	日本	中国
10%	18.16	17.55	1.42	19.34	15.55	16.12	12.71	1.63	19.11	15.00
20%	30.55	30.05	7.60	27.10	22.84	29.46	27.95	7.42	27.08	21.96
30%	42.00	42.34	15.19	33.89	29.19	40.98	41.51	15.44	33.53	28.58
40%	50.93	49.55	26.96	40.12	35.19	50.14	48.53	25.71	40.07	34.53
50%	58.04	56.26	36.70	45.84	40.96	57.56	55.08	36.37	45.80	41.29
60%	65.88	61.23	43.20	51.30	47.05	65.62	60.89	45.75	51.36	46.98
70%	74.77	68.74	55.50	57.47	53.59	74.22	67.79	55.60	57.19	53.76
80%	85.78	75.43	68.86	64.54	61.05	85.39	74.55	67.18	64.06	61.65
90%	92.47	85.59	85.09	73.66	71.89	91.74	86.72	87.06	73.64	72.05
95%	110.00	99.38	107.10	80.26	81.20	104.04	95.78	102.97	80.95	82.32
公司总数	5067	605	1640	3618	4325	4875	569	1564	3626	4322

数据来源：万得，Osiris

实在的或有质量的，即有产出、有回报和有流动性的，则高额负债就不值得担忧，债务水平就不高。

分经济部门来看，收入杠杆率和资产杠杆率均推论我国政府部门和居民部门的债务水平分别很低和不高，程度上有所差别但不大。问题在于两种杠杆率对于企业部门债务水平的推论，收入杠杆率的推论是过高，而资产杠杆率的推论是较低，差异很大。

第二节已论证以资产杠杆率衡量企业部门债务水平较以收入杠杆率更为合理，主要理据是当然性成因导致后者升高，进而高估债务水

平，但不一定推高前者，从而不会引起债务水平的高估。就最大的当然性成因而言，重经济占比大导致高额债务，进而收入杠杆率高企，但同时也导致高额资产，所以不一定推高资产杠杆率。其他的当然性成因，包括债权融资为主、储蓄/投资率高和经济增长预期高等，也是如此。

如上节所论重经济占比大等必然性成因是现阶段我国经济现阶段新兴崛起的本质性特点和规定，因而，资产杠杆率关于我国企业部门债务水平较低的推论，比收入杠杆率关于这一水平过高的推论，可接

受程度更高一些。

当然，不是说以资产杠杆率来衡量企业部门债务水平就不存在问题了。两方面的问题不应忽视，一是上面提到的即使以资产杠杆率衡量，国有企业、部分行业及地方政府隐性债务项目的债务水平也过高，二是高额资产是否实在，即是否有质量值得关注；如质量很低，没有合理的产出率和流动性，则即使有高额资产债务水平也过高。资产质量的一个重要方面就是不良资产率，包括虚拟资产率的高低。

这两个问题必须正视，但与收入杠杆率所反映出来的债务规模相对于 GDP 规模过大的问题相比较着眼点有所不同，风险指向会有差异。从资产杠杆率的角度，更应关注的是资产质量。

## 六. 收入杠杆率和资产杠杆率的背离过程及机制

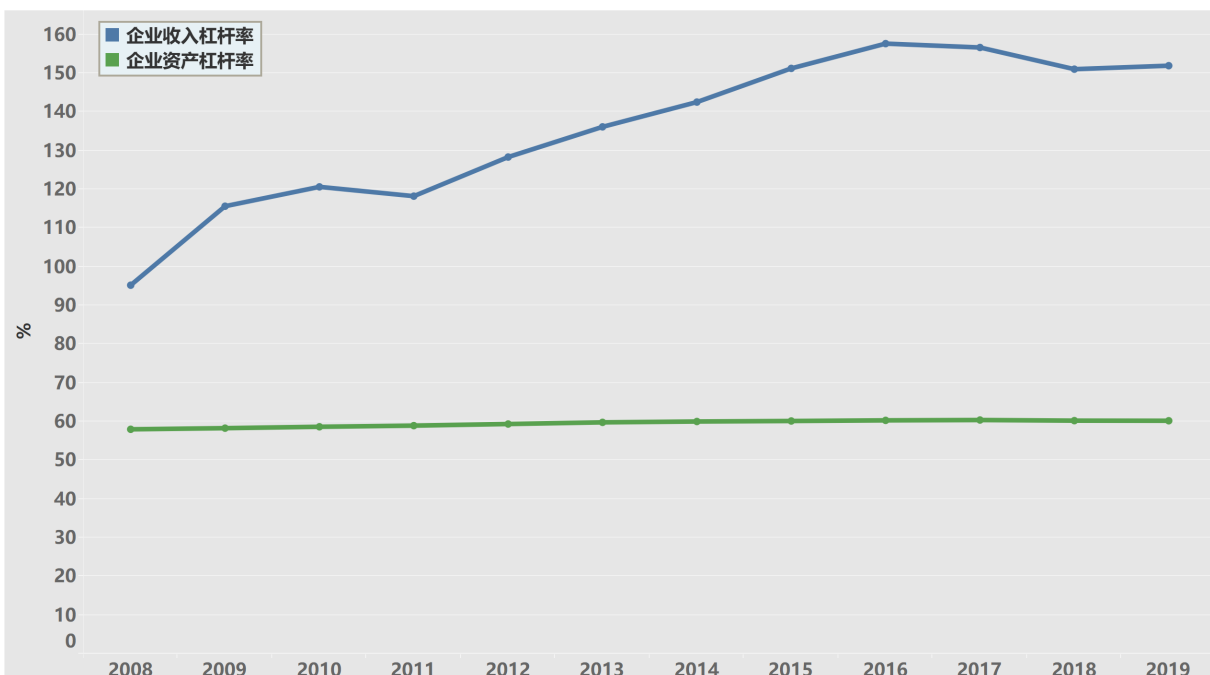
### 6.1. 背离在于企业部门：资产杠杆率稳定而收入杠杆率大升

上面几节表明我国收入杠杆率和资产杠杆率水平及其对于我国债务水平推论上的背离。实际上，国际比较，我国政府和居民部门的收入杠杆率和资产杠杆率都偏低，但企业部门的收入杠杆率大幅高企而

资产杠杆率却偏低，导致总体呈现收入杠杆率较高而资产杠杆率较低的局面，表明收入杠杆率和资产杠杆率的背离在于企业部门。

从图表 6.1 的变化曲线更可以看出，2008 年以来我国企业部门的资产杠杆率基本稳定，变化很小，但企业部门收入杠杆率却大幅上升且动荡。

图表6.1：2008年以来我国企业部门收入杠杆率和资产杠杆率的变化比较



数据来源：CNBS



## 6.2 2008 年以来企业部门收入杠杆率大幅上升且动荡

### 2009–2010 年在 4 万亿投资推动下激增

2009 和 2010 两年企业部门收入杠杆率激增 27%。

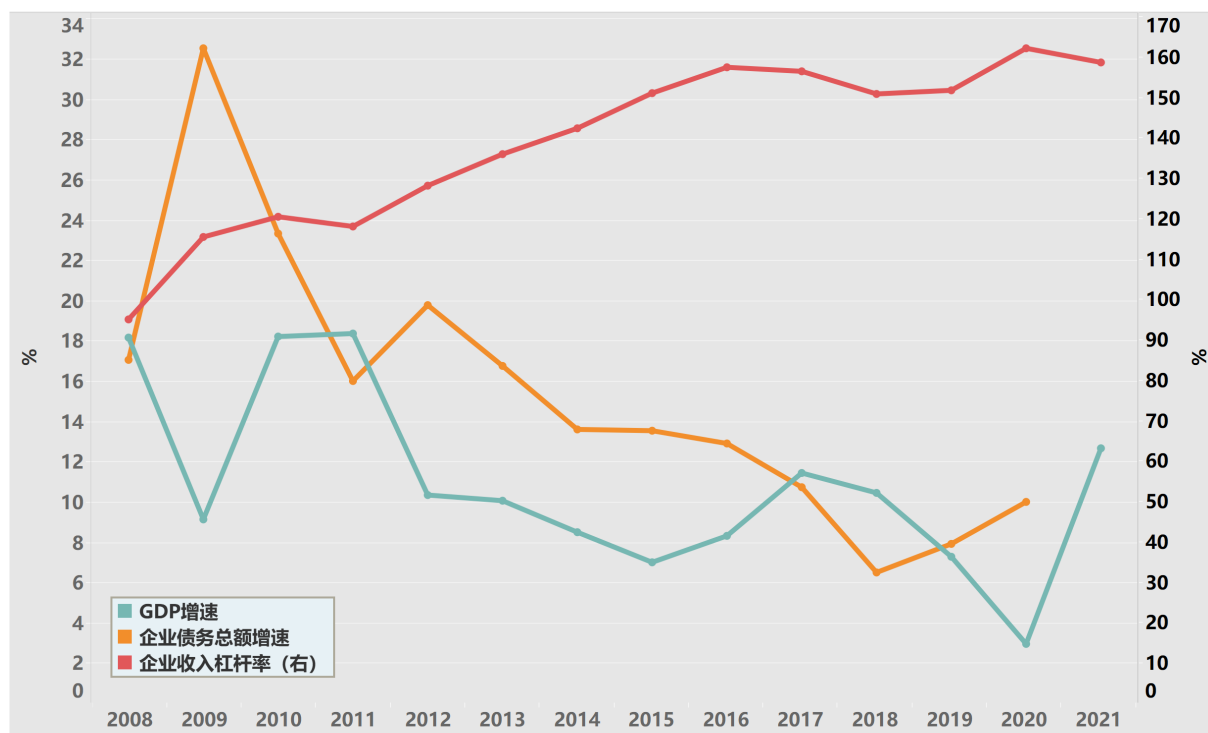
这两年 GDP 增长（名义，下同）虽有所放缓但仍高达 29%，可见收入杠杆率的飙升归咎于企业债务总额飙升 50%。

此轮企业债务总额的飙升是众所周知的 2008–2009 年全球金融

海啸后我国政府 4 万亿扩大内需投资项目的直接结果。4 万亿投资，导致这两年固定资产投资分别增长 29.9% 和 12.1%，主要用于基础设施的建设，直接形成重资产。问题是这些投资还带动了更多的社会配套投资，而这些社会配套投资大部分依赖债务融资，造成了企业债务总额的飙升。这同时形成了巨额的资产和债务，导致了典型的资产和债务的循环上涨。

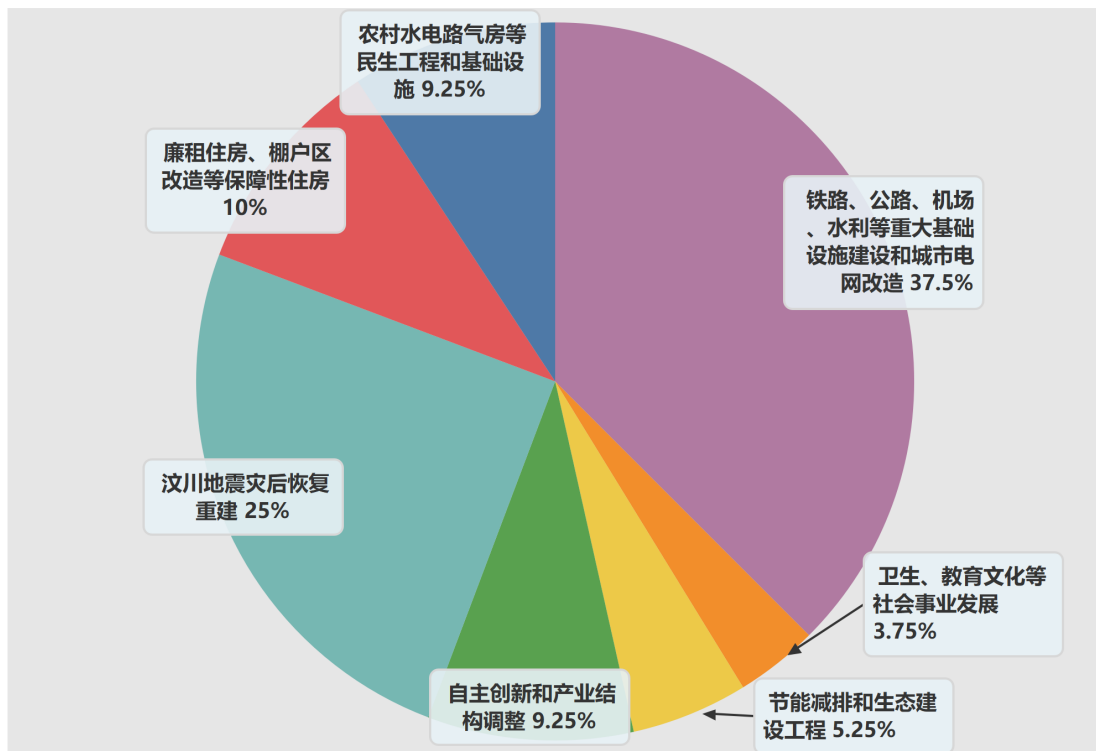
这一轮激增将企业部门收入杠杆率提升到了 100% 以上的水平，

图表6.2：我国GDP增速，企业债务总额增速和企业收入杠杆率的变化



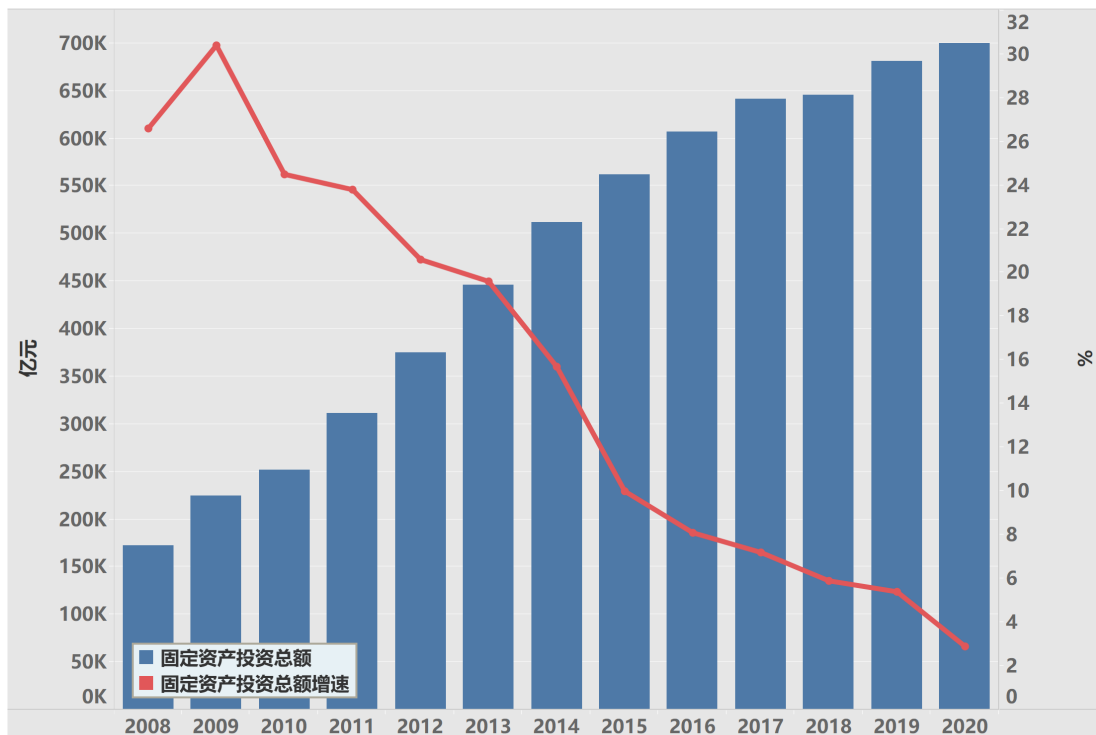
数据来源：CNBS，国家统计局

图表6.3：2008-2009年4万亿扩大内需投资项目的投向



数据来源：国家发展改革委员会

图表6.4：2008-2020年固定资产投资总额及增长速度



数据来源：国家统计局

开始抛离其他国家和背离企业部门资产杠杆率。其由4万亿投资引起，正说明了重经济占比大对企业部门收入杠杆率高企的贡献。

### 2012–2016年随经济增速下降和债务增速仍高而持续上升

在2011年短暂的企稳后，2012–2016年企业部门收入杠杆率连续5年持续上升33.3%，年均5.9%。

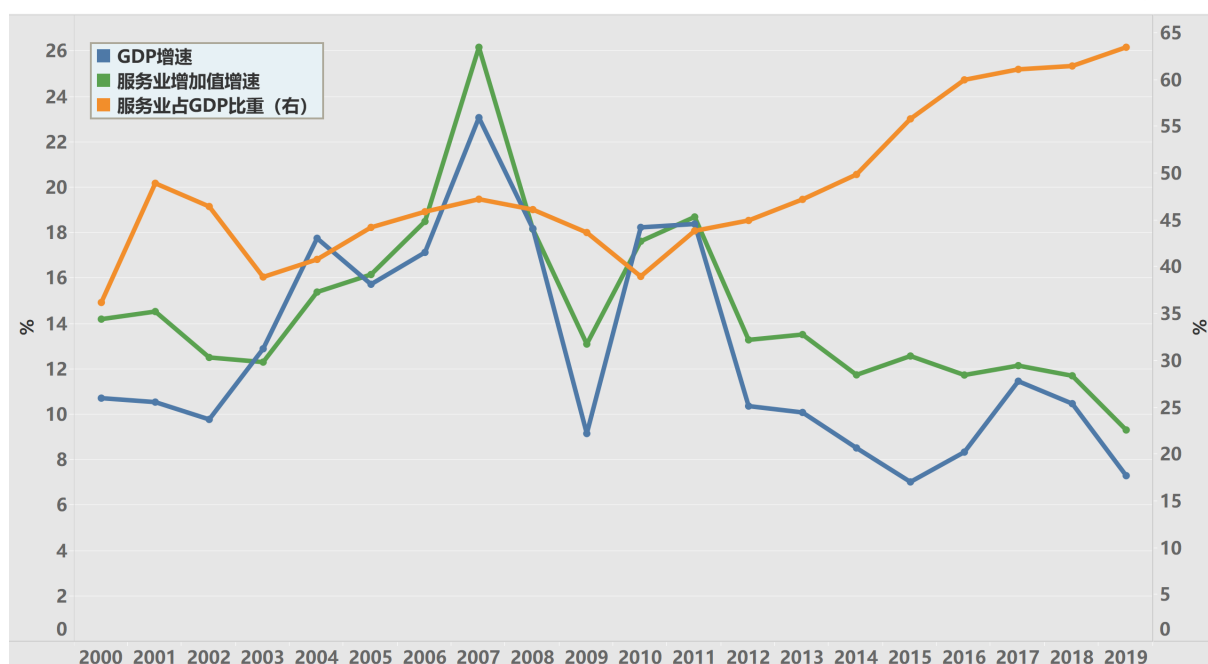
其间，GDP年均增长8.9%，比2006–2011年间放缓8.4个百分点；企业债务总额增速则虽放缓但仍大大高于GDP增速。

于是，此轮企业部门收入杠杆率的快升是GDP增速下降和企业债务总额增速仍然高企的结果。

此5年GDP增速下降一方面是我国经济经历了30年近双位数的超高速增长后历史性放缓的必然趋势，另一方面归咎于产出率较低的服务业占GDP的比重增大。

根据罗斯托的经济成长阶段理论（Rostow's Theory of the Stages of Economic Growth），一国经济发展必将经过起飞、成熟与衰退三大阶段，起飞阶段的高速增长必定在某一阶段放缓。经过了近30余年的双位数

图表6.5：2000-2019年GDP增速、服务业增加值增速和服务业增加值占GDP比重



数据来源：国家统计局

增长进而创造了人类历史最大的经济增长奇迹后，我国经济的实际增长速度从2010年开始进入了单位数阶段，虽仍是在6%以上的高速，但比之前不断放缓，至2016年为6.8%。这是历史的必然，是由我国经济发展阶段的演变所决定的。

与之相应，如前所述，一国的经济发展必然是先农业化，后工业化，再服务业化，成为了全球第二大经济体和世界工厂之后，我国经济发展的必然趋势是服务业继工业之后崛起。2012–2016年间第三产业（服务业）增长59.6%，比GDP和第二产业（工业+建筑业）分别快21.0和38.9个百分点，导致其占GDP比重从45.0%升至60.0%，从而在2015年超越第二产业成为我国经济的第一大产业。

服务业成为主导产业是经济结构转型和现代化的必然结果和重要标志。但本质上服务业的产出效率低于工业，据有关研究，只有工业的70%左右，因而向服务业转型必然拉低经济的产出效率进而GDP的增长速度。

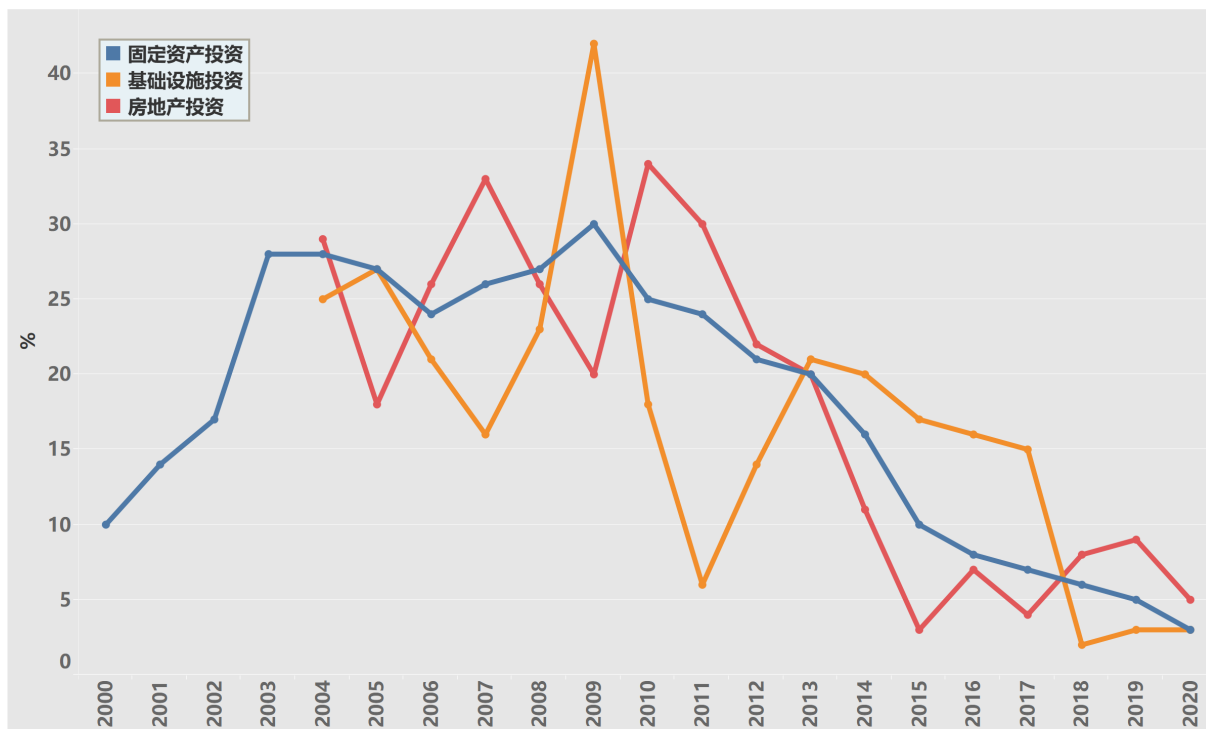
此5年企业债务总额增速虽有所减慢但仍大大快于GDP增速，是一系列经济和市场因素共同作用的结果，包括重经济进一步发展，重资产估值上升，市场货币化加快，金融深化加剧等。

2012–2016年间固定资产投资年均增长14.7%，虽放缓但仍保持高速。其中，基础设施投资和房地产投资分别年均增长17.6%和12.3%，表明是我国基础设施建设和房地产发展的又一个黄金5年，从而促成了重经济的进一步发展。

同时，此间重资产估值上升，房地产价格大幅上涨，基础设施估值也随之上扬。

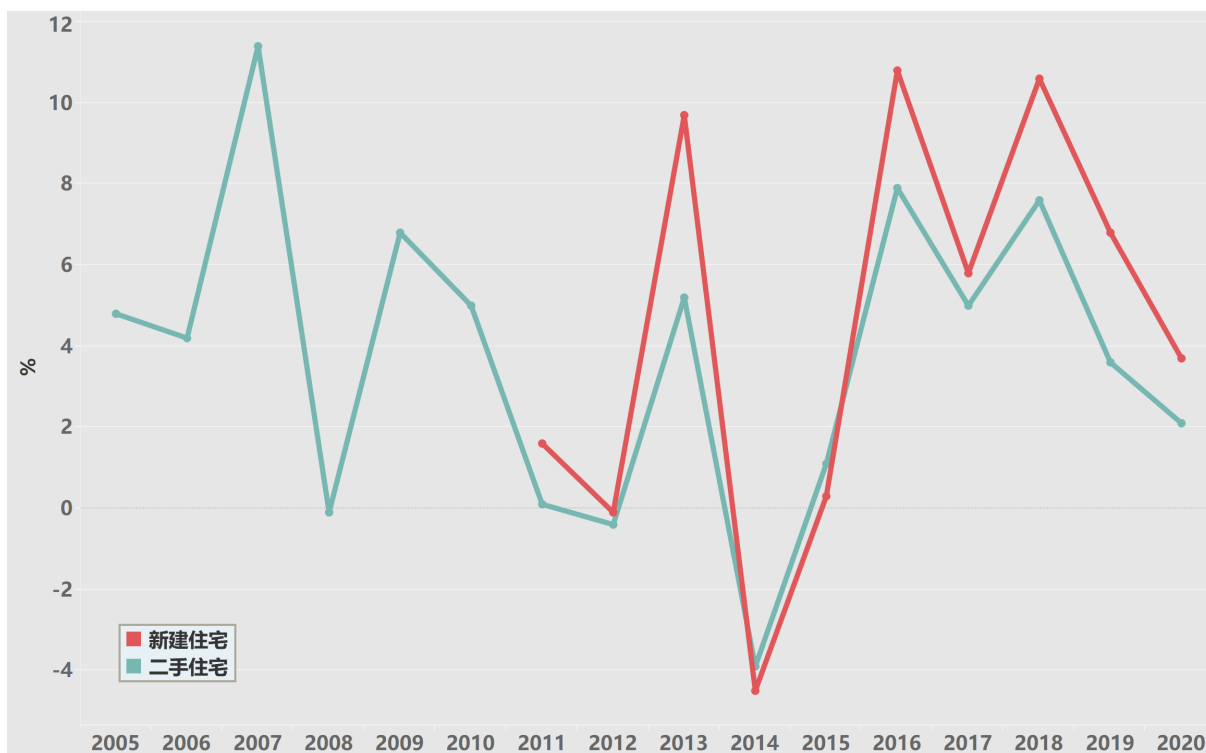
其间，尤其是2016年前，我国的金融市场深化也很显著，由各种各样的理财产品或影子银行的涌现所驱动。2016年后因政府遏制影子银行规模明显减小，但至2019年广义影子银行占GDP比重仍达86%。影子银行是一个重大金融创新，但在促进经济增长的同时也使得很多其资质不能从银行获得贷款的企业通过影子银行获得了融资，从而大

图表6.6：2000-2019年固定资产投资、基础设施投资和房地产投资增长速度



数据来源：国家统计局

图表6.7：2005-2020年新建住宅和二手住宅销售价格指数上涨速度



数据来源：国家统计局

大提升了企业债务总额。

### 2017-2019 年在“去杠杆”政策下回落

面对日益上升的企业部门收入杠杆率，从 2016 年开始政府对企业部门，特别是国有企业采取了强势的“去杠杆”政策。

“去杠杆”政策逐步取得成效，导致企业债务总额增速从 2017 年开始减慢至 10% 以下，同时 GDP 增速加快至接近于 10%。

其结果，企业部门收入杠杆率

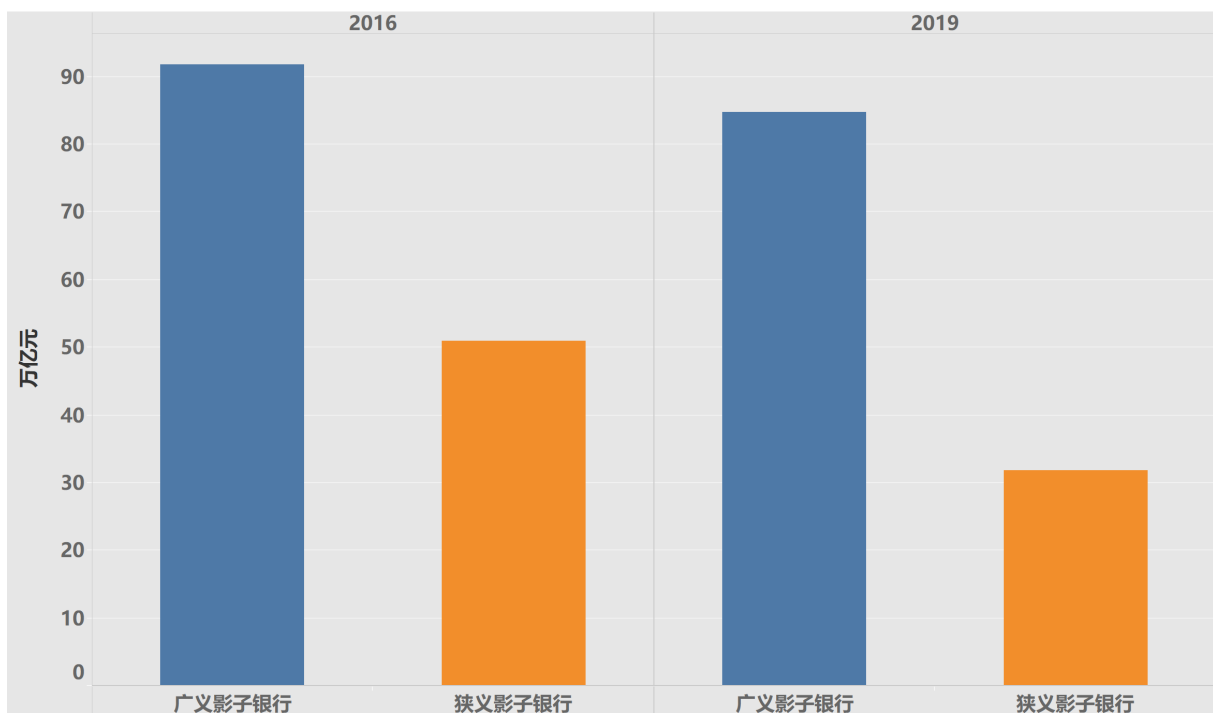
在 2017-2019 年间回落，3 年共下降 5.7 个百分点，从 2016 年的 157.6% 降至 2019 年的 151.9%。

### 2020 年为抗疫情回升

2020 年，面对百年不遇的新冠肺炎疫情，与他国一样我国政府采取了强力的稳增长措施，包括放松货币与财政政策和一系列扶助受疫情严重影响的企业及个人的财政金融措施。2020 年 5 月召开的“两会”上总理所作的政府工作报告提出要

“引导广义货币供应量和

图表 6.8：2016 和 2019 年我国影子银行规模估算



数据来源：银保监会《中国影子银行报告》

图表 6.9：2017–2019 年央企去杠杆主要措施

分类情况	约束措施	优化措施	备注
<b>资产负债率低于警戒线</b>	<b>未明确要求</b>		
<b>重点关注类：</b> 资产负债率高于警戒线，但偿债能力、流动性、盈利能力尚可	"1. 控投资规模，严禁非主业投资，严格控制低效业务，严格把控超越财务承受能力的企业投资； 2. 控风险业务，严格管理存在风险的业务，如应大幅压降应收账款和存货占用，严格管理各类垫资业务，如对外担保、委托贷款、融资性贸易等； 3. 控财务风险。"	"1. 增股权投资，2017 年央企通过股票市场和产权市场融资超 3500 亿元； 2. 债转股增加资本，摸底情况有 36 家企业有债转股需求，2017 年有 17 家央企签订债转股协议，框架达 5000 亿元，40% 项目落地； 3. 效益留存，2017 年央企效益超过 1.4 万亿。"	不同行业警戒线不同，工业警戒线为 70%，非工业企业为 75%，科研设计企业 65%。
<b>重点监控类：</b> 资产负债率较上一类更高一些			
<b>特别监管类：</b> 资产负债率过高，必须采取严格管理措施			

资料来源：华创证券《国企去杠杆的三向三猜》，2020 年

规模增速明显高于去年”，确为罕见。

稳增长措施使得经济于二季度开始强势复苏，从而全年经济仍取得了 2.3% 的实际正增长，为世界主要经济体之唯一，但也导致企业债务大幅度回升。

其结果，2020 年企业部门收入杠杆率回升 6.8 个百分点至 162.3%。

### 2021 年随疫情好转经济复苏回调

随着疫情好转从而抗疫措施缓解导致经济强势复苏，2021 年上半年企业部门收入杠杆率回调至 158.8%。预计下半年回调将持续。

## 6.3 背离的产生机制

上面的回顾同时解释了收入杠杆率和资产杠杆率背离的产生机制。

### 首先，企业债务总额超高速增长

收入杠杆率的大幅上升无疑是企业债务总额的增长明显快于名义 GDP 增长的结果，而众所周知我国 GDP 的增长已是高速，债务总额增长得更快无疑就是超高速了。

### 第二，企业资产总额基本同速增长

资产杠杆率稳定意味着资产总额的增长与债务总额的增长基本同速；分子分母同速增长，其比率便

稳定。

### **第三，债务与资产的同步超高速增长由一系列经济及金融因素所驱动**

这些因素包括当然性的，也包括非当然性的，如第四节所析。

### **第四，资产或债务的产出率下行**

债务总额与资产总额的增长都快于名义 GDP 的增长，说明资产或债务的产出率下行；产出率下行推高了收入杠杆率，却维持了资产杠杆率的稳定。

### **第五，产出率下行一方面是现阶段经济发展的必然结果，另一方面意味着资产质量的降低**

一方面，随着经济规模的不断扩大，产出率较低的服务业占比上升和工业边际劳动生产率下降是必然趋势，因而资产或债务产出率下行是我国经济行进至现阶段的必然结果。另一方面，产出率下行也反映出部分行业与企业资产质量的降低。



## 七. 结论及政策建议

### 主结论：我国企业部门进而国家总体的债务水平不应高估

由收入杠杆率推论，我国的债务水平，总体较高，企业部门过高，政府和居民部门则分别很低和居中。但当然性成因的存在造成了企业部门债务水平的高估，从而也导致国家总体债务水平被高估。

由资产杠杆率推论，我国的债务水平，总体、企业部门和居民部门均较低，政府部门更是很低，与收入杠杆率的推论明显不同。

因此，关于政府部门和居民部门的债务水平，两种杠杆率均分别推论很低和不高，没有大的分歧。

分歧在于企业部门债务水平，收入杠杆率推论过高，资产杠杆率却推论较低；综合两者，可以认为较高，但比收入杠杆率所推论的过高要低很多，从而总体债务水平也比收入杠杆率推论的要低。

因而本报告的主要结论是，我国企业部门进而国家总体的债务水平有降低的空间，但不应高估。

### 次结论 1：资产杠杆率衡量企业部门债务水平比收入杠杆率更为合理

收入杠杆率经济涵义多重，以“流量偿债”视角衡量企业部门债务水平有所局限，更重要的是受重经济占比大、储蓄率/投资率高、债权融资主导及经济增长预期高等反映我国现阶段经济本质性规定的当然性成因的影响大，从而高估企业部门的债务水平。

以之相比，资产杠杆率经济涵义较为单一，以“存量偿债”视角衡量企业部门债务水平更为全面，特别是受上述当然性成因的影响小，因而更能反映企业部门真实的债务水平。

## 次结论 2：与其是专注于债务规模，不如关注资产质量

我国企业部门收入杠杆率和资产杠杆率背离的直接原因在于，前者只考虑债务规模而未考虑资产规模，后者则考虑了两者，反映我国企业部门的高额债务是由高额资产所支撑的。

既然如此，如果高额资产是实在或有质量的，即有合理的产出率和流动性，则高额债务就不是问题，债务水平就不高，债务风险就可控。当然，如果高额资产质量很低，即产出率和流动性均很低，则高额债务就成为问题，企业部门债务水平就过高，债务风险就很大。

因而研究我国企业部门债务水平时，与其是专注于债务规模，不如关注资产的质量，即资产的不良率，特别是国有企业、地方政府隐性债务项目和部分过度发展行业的不良资产率。

## 政策建议

建议 1：鉴于我国国家债务水

平不应高估，“去杠杆”不应太快；财政与货币政策应以保增长为先，真正地分别保持积极与稳健，不要轻言收紧，更不应大幅收紧。

建议 2：普查我国企业部门的资产质量，摸清真实的不良资产率。

建议 3：切实降低收入杠杆率和资产杠杆率均高企的国有企业、部分过度发展行业及地方政府隐性债务项目的债务水平。

## 《不应高估——从两种杠杆率看我国国家债务水平》 课题组

### 组长：

王 文，中国人民大学重阳金融研究院执行院长、  
全球治理研究中心执行理事

### 首席专家兼首席执笔人：

廖 群，中国人民大学重阳金融研究院首席经济学家、  
全球治理研究中心首席专家

### 研究助理：

孙 超，中国人民大学重阳金融研究院宏观研究项目主管

### 传播运营：

杨清清，中国人民大学重阳金融研究院助理院长

杨云涛，中国人民大学重阳金融研究院党支部副书记、  
运营部主任兼信息中心主编

王晓星，中国人民大学重阳金融研究院行政助理

刘 滢，中国人民大学重阳金融研究院行政助理

詹丛丛，中国人民大学重阳金融研究院运营专员

徐 黎，中国人民大学重阳金融研究院编辑

### 设计排版：

刘亚洁，中国人民大学重阳金融研究院运营部副主任兼信息中心执行副主编

# 人大重阳“宏观形势”系列研究报告

1. 设立战略新兴产业板的探讨和政策建议 .2014年10月28日 . 中国北京
2. 中国金融改革与中小企业发展：以创业创新激发增长潜力（中英文）.2015年8月2日 . 中国北京
3. 保障大众民生：行动前瞻 .2015年11月8日 . 中国北京
4. 大相变：世界变局与中国应策 .2017年1月5日 . 中国北京
5. 大数据时代的智慧城市治理——深圳市宝安区智慧城市治理研究报告 .2017年9月22日 . 中国北京
6. 中国相变期：“高架路式”转型升级 2012-2017.2017年10月19日 . 中国北京
7. 大接替：国际金融危机10周年来的世界经济动能转换 .2018年1月19日 . 中国北京
8. 新时代中国的南极战略——基于实地调研的考察与思考（中英文）.2018年6月12日 . 中国北京
9. 防疫情、促经济，两手抓两手硬的八点政策建议 .2020年2月7日 . 中国北京
10. 疫情影响世界的评估报告 .2020年2月25日 . 中国北京
11. 暴跌！暴跌！暴跌！暴跌！暴跌！ .2020年2月29日 . 中国北京
12. 警报！前方“黑洞”！世界经济陷入“迷航”！ .2020年3月6日 . 中国北京
13. 全球化病危！怎么办？ .2020年3月13日 . 中国北京
14. 龙卷风！一夜间，新一轮“大萧条”要来了吗？ .2020年3月16日 . 中国北京
15. 中国须适应“逆风”崛起 .2020年3月23日 . 中国北京
16. 若这是场“文明兴衰级”的全球萧条，中国防波坝在哪？ .2020年3月24日 . 中国北京
17. 全球化“触底”，中国须“抄底” .2020年4月15日 . 中国北京
18. 紧迫的全球团结（中英文）.2020年6月1日 . 中国北京
19. 疫情2.0 颠覆人们十大生活方式 .2020年6月1日 . 中国北京
20. 世界抗疫从遭遇战步入持久战——如何应对最坏疫情？ .2020年7月7日 . 中国北京
21. 数字中国社会发展演进，现状评价与未来治理 .2020年9月5日 . 中国北京
22. 未来五年，改变中国与世界的五大奇点（中英文）.2020年11月2日 . 中国北京
23. 后疫情时代全球“蝶形”风险及防范 .2021年2月5日 . 中国北京
24. 治愈“后遗症” 后疫情时代的风险评估与展望 .2021年4月27日 . 中国北京
25. 培养全球视野的中国接班人——“十四五”视野下的“90后”与中国改革 .2021年5月10日 . 中国北京
26. 中高速可实现——后疫情时代我国经济增长前景（中英文）.2021年7月30日 . 中国北京
27. 不应高估——从两种杠杆率看我国国家债务水平（中英文）.2021年10月13日 . 中国北京

# 人大重阳“宏观经济”系列研究报告

1. 走向核心国家——中国大金融战略与发展路径 .2013年5月25日 . 中国北京
2. 大金融理论背景下的金融综合监管报告 .2014年3月12日 . 中国北京
3. 人民币国际化动态与展望 .2014年3月31日 . 中国北京
4. 人大重阳国际惯例研究系列报告之一：“走出去”：国际商务反腐败规则研究 .2014年5月13日 . 中国北京
5. 人大重阳国际惯例研究系列报告之二：供应链金融技术的标准定义 .2015年9月28日 . 中国北京
6. 经济金融化与均衡杠杆率：美国经验与中国启示 .2015年10月14日 . 中国北京
7. 人大重阳国际惯例研究系列报告之三：2016年版《ICC/ESOMAR 市场、观点、社会调查和数据分析国际准则》.2016年12月29日 . 中国北京
8. 中国财政可持续性研究——建立结构性财政平衡 .2017年2月28日 . 中国北京
9. 建立现代增值税制——“营改增”改革效果评价报告 .2017年3月7日 . 中国北京
10. 改善电商征管环境 构建良性竞争的电子商务税制 .2017年5月26日 . 中国北京
11. 缩小政府预算偏离 打牢国家治理的财政基础 .2017年10月13日 . 中国北京
12. 兼顾生态效益与经济效益 发挥财政作用促进退耕还林工程持续发展 .2017年11月2日 . 中国北京

13. 大接替：国际金融危机 10 周年来的世界经济动能转换 .2018 年 1 月 19 日 . 中国北京
14. 中国 2017 年度财政预算执行报告 .2018 年 3 月 1 日 . 中国北京
15. 中国的金融战略：历史经验、理论指引与未来布局 .2018 年 7 月 13 日 . 中国北京
16. 区块链十周年：发展现状、趋势与监管政策研究 .2018 年 8 月 25 日 . 中国北京
17. 中国各地区财政发展指数 2018 年报告 .2018 年 12 月 27 日 . 中国北京
18. 中国购买力大崛起：改革开放 40 年来的进口侧结构性升级（中英文）.2018 年 12 月 27 日 . 中国北京
19. 中国购买力大布局：“一带一路”与全球市场转型（中英文）.2018 年 12 月 27 日 . 中国北京
20. 中国购买力大塑造：中国进口侧改革与人类命运共同体构建（中英文）.2018 年 12 月 27 日 . 中国北京
21. 我国人均 GDP 排名变动情况及人均 GDP 预测 .2019 年 1 月 28 日 . 中国北京
22. 中国企业税收负担报告——基于上市公司数据的测算 .2019 年 7 月 9 日 . 中国北京
23. 为世界创造价值：大变局时代的中国经贸升级之路（中英文）.2019 年 10 月 16 日 . 中国广州
24. 降低疫情对经济冲击的九条务实提醒 .2020 年 2 月 16 日 . 中国北京
25. 疫情拐点，高度警惕地方“乱作为”风气蔓延 .2020 年 2 月 17 日 . 中国北京
26. 化解“金融铁幕”：美国金融制裁演变与中国应策 .2020 年 8 月 28 日 . 中国北京
27. 以“双循环”逻辑，对冲全球大萧条 .2020 年 9 月 1 日 . 中国北京
28. 新全球链的开启：RCEP 时代的深度影响与中国机遇 .2020 年 12 月 18 日 . 中国北京
29. 防范“灰犀牛”——来自美国、日本、德国房地产发展的借鉴与中国防范系统性风险的政策建议 .2021 年 1 月 21 日 . 中国北京
30. 百年变局视野下的“全球新型货币战争” .2021 年 2 月 24 日 . 中国北京

## 人大重阳“一带一路”系列研究报告

1. 建设丝绸之路经济带——愿景与路径（中英文）.2014 年 6 月 28 日 . 中国北京
2. “一带一路”国际贸易支点城市研究报告（中英文）.2015 年 6 月 18 日 . 中国北京
3. 坚持规划引领 有序务实推进——“一带一路”建设三周年进展报告（中英文）.2015 年 9 月 26 日 . 中国北京
4. 促进互联互通 共建贸易繁荣——在“丝绸之路经济带”城市国际论坛（2016）上发布的报告（中英文）.2016 年 11 月 14 日 . 中国义乌
5. 中巴经济走廊实地调研报告 .2016 年 12 月 20 日 . 中国北京
6. “造血”金融：“一带一路”升级非洲发展方式 .2017 年 5 月 3 日 . 中国北京
7. 穿越喜马拉雅——中尼铁路可行性与中尼共建“一带一路”调研报告（中英文）.2017 年 5 月 5 日 . 中国北京
8. “一带一路”背景下的中国与中东欧合作：机遇与挑战 .2017 年 8 月 16 日 . 中国北京
9. 美国对接“一带一路”：案例研究与行动指南（中英文）.2017 年 8 月 25 日 . 中国北京
10. 柬埔寨：“一带一路”建设的新样板——关于深化中柬合作的实地调研报告 .2018 年 1 月 10 日 . 中国北京
11. “一带一路”的战略地图 .2018 年 3 月 25 日 . 中国北京
12. 去欧洲，向北走：中俄共建“冰上丝绸之路”支点港口研究（中英文）.2018 年 4 月 17 日 . 中国北京
13. 构建一带一路学：全球丝路学派的理论溯源与时代呼唤 .2018 年 6 月 1 日 . 中国北京
14. “一带一路”五周年：政策视角下的回顾与展望 .2018 年 9 月 17 日 . 中国北京
15. 树立“金融强国”意识，完善“一带一路”金融服务 .2019 年 2 月 26 日 . 中国北京
16. 数字丝绸之路进展、挑战与实践方案 .2019 年 5 月 27 日 . 中国北京
17. 为“一带一路”倡议导航 .2019 年 7 月 11 日 . 中国北京
18. “一带一路学”：现实迫切与理论必要 .2019 年 10 月 25 日 . 中国北京
19. 扬帆向南：中国与太平洋岛国共建“一带一路”的机遇与挑战 .2019 年 11 月 14 日 . 中国北京
20. 新时代的战略大对接：中俄“一带一路”倡议与“欧亚经济联盟”对接的现状、问题及思考（中俄文）.2019 年 11 月 29 日 . 中国苏州
21. 展望“一带一路”七周年 开启高质量发展新阶段（中英文）.2020 年 4 月 24 日 . 中国北京
22. 逆势增长——疫情一周年“一带一路”进展评估 .2021 年 3 月 10 日 . 中国北京
23. 突围前行，高质发展——疫情期“一带一路”进展评估与“十四五”展望 .2021 年 5 月 22 日 . 中国泉州

24.G7 全球基础设施建设计划与“一带一路”比较与中国对策 .2021 年 7 月 16 日 . 中国北京

## 人大重阳“智库国际影响力”系列研究报告

1. 重塑全球金融治理：G20 面临的挑战及应对——在“大金融与综合增长的世界：第二届 G20 智库论坛”发布的研究报告（中英文）.2014 年 9 月 4 日 . 中国北京
- 2.A Summit of Significant, Selective Success: Prospects for the Brisbane G20.2014 年 11 月 13-14 日 . 中国北京
- 3.2016 年 G20 峰会筹备风险评估报告 .2015 年 5 月 15 日 . 中国北京
4. 为增长而合作：构建全球经济协调体系——在 G20 智库论坛 (2015) 发布的研究报告（中英文）.2015 年 7 月 30 日 . 中国北京
5. 全球治理新格局——2016 年 G20 总结及 2017 年展望（中英文）.2016 年 12 月 22 日 . 中国北京
6. 重塑欧亚空间：来自中国、俄罗斯和哈萨克斯坦智库的共同观点（中英文）.2017 年 5 月 16 日 . 中国北京
7. 培育中俄复兴增量——两国智库关于中俄经济金融合作的共同研究（中英文）.2018 年 7 月 16 日 . 中国北京
8. “对冲”与“楔子”美国“印太”战略的逻辑与中国应对之策 .2018 年 8 月 13 日 . 中国北京
9. 走向成年，行以致远——中非合作论坛（FOCAC）十八年进展与前瞻（中英文）.2018 年 8 月 20 日 . 中国北京
10. 巴塞尔协议 III 改革、风险管理挑战和中国应对策略 .2018 年 9 月 16 日 . 中国北京
11. 新型智库、科学决策与国家治理现代化 .2018 年 10 月 10 日 . 中国北京
12. 培养全球栋梁之才：来华留学事业 70 年进展、潜力与建议 .2019 年 5 月 29 日 . 中国北京
- 13.G20 机制 20 年：演进、困境与中国应对 .2019 年 6 月 23 日 . 中国北京
14. 全球大变局下的华商历史、现状与未来（中英文）.2019 年 10 月 21 日 . 英国伦敦
15. 偷师中国？：近年俄罗斯对华认知心态的新变化及其前景展望 .2019 年 11 月 11 日 . 中国北京
16. 智库建设的新长征路 中国特色新型智库七年评估及传播、绩效研究报告——在中国智库国际影响力论坛（2019）开幕式发布的主题研究报告 .2019 年 12 月 17 日 . 中国北京
17. 调动“百万大军”，讲好中国故事——中国智库提升国际影响力的困境剖析与务实建议（第三届中国智库国际影响力论坛（2020）开幕式发布使用，不做对外传播），2020 年 12 月 5 日，中国北京；调动“百万大军”——论中国智库对外传播的进展、困境与政策建议（公开发布）.2021 年 3 月 4 日 . 中国北京
18. 中外学者看中国共产党百年（中英文）.2021 年 7 月 21 日 . 中国北京
19. 博鳌亚洲论坛全球新冠疫苗应用图景报告（中英文）.2021 年 7 月 29 日 . 中国北京
20. “美国第一”？！美国抗疫真相（中英法西）.2021 年 8 月 9 日 . 中国北京

## 人大重阳“生态金融”系列研究报告

1. 如何在中国发行绿色债券 .2015 年 3 月 24 日 . 中国北京
2. 关于构建我国绿色金融体系的建议 .2015 年 4 月 10 日 . 中国北京
3. 中国绿色公共采购：效益量化 .2015 年 4 月 20 日 . 中国北京
4. 绿色公共采购如何推动中国可持续发展 .2015 年 10 月 28 日 . 中国北京
5. 绿色金融理论、技术研究与实践进展及前景分析 .2016 年 4 月 23 日 . 中国北京
- 6.2016 中国绿色金融发展报告 .2017 年 4 月 15 日 . 中国北京
7. “一带一路”与全球绿色基础设施投资的未来 .2017 年 6 月 18 日 . 中国北京
8. 特朗普政府的能源与气候政策及其影响：中国的历史机遇 .2017 年 11 月 7 日 . 中国北京
9. 绿色金融中国标准的建设及其国际化路径 .2017 年 12 月 21 日 . 中国北京
10. 全球旗手：中国绿色金融发展评估 .2018 年 1 月 29 日 . 中国北京
11. 金融助力绿色“一带一路”：进展、评估与展望 .2019 年 8 月 21 日 . 中国北京
12. “一带一路”倡议下中国对外投资的绿色化进程：进展与建言 .2019 年 8 月 21 日 . 中国北京

13. “一带一路”绿色投资标尺和绿色成本效益核算 .2019年8月21日 . 中国北京
14. “碳中和”中国城市进展报告 2021（春季）.2021年2月3日 . 中国北京
15. “碳中和”元年与金融业的绿色升级 .2021年3月21日 . 中国北京
16. 后疫情时代中国经济绿色复苏的契机、困境与出路 .2021年7月11日 . 中国贵阳
17. 纠正运动式“减碳”：来自欧美国家的教训与启示 .2021年9月25日 . 中国北京
18. 碳中和：中国在行动——基于国际形势下的政策布局与行业动态分析 .2021年9月22日 . 中国北京

## 人大重阳 “中美人文交流” 系列研究报告

1. 特朗普财产评估报告（中英文）.2017年4月17日 . 中国北京
2. 特朗普内阁财富与政治政策走向 .2017年12月24日 . 中国北京
3. 特朗普政府决策小圈子的财富背景与决策特征 .2018年2月1日 . 中国北京
4. WTO的优等生——中国履行WTO承诺评估报告（中英文）.2018年8月29-31日 . 美国纽约、华盛顿
5. 共享繁荣仍是可能：中美经贸关系全景报告（中英文）.2018年8月29-31日 . 美国纽约、华盛顿
6. 为大国合作筑牢“地基”：中美人文交流四十年的历程、经验与前景 .2019年1月23日 . 中国北京
7. 基于博弈视角的中美国家实力消长评估报告 .2019年3月10日 . 中国北京
8. 为“一带一路”倡议导航 .2019年7月11日 . 中国北京
9. 大国缠斗白热化，中国须养精蓄锐 .2020年5月20日 . 中国北京
10. 问卷调查百名中国学者，九成中国学者相信 中国能应对好美国“新冷战”攻势（中英文）.2020年7月7日 . 中国北京
11. 从地缘政治经济看中美贸易摩擦及对策 .2020年9月 . 中国北京
12. 美国能把中国怎么着？——2017年来特朗普政府对华打压的实际效果评估 .2020年9月20日 . 中国北京
13. 美国“财务僵尸化” 疫情期美元潜在破产危机的评估（中英文）.2020年10月24日 . 中国北京
14. 美国“新冷战”政策误区论析（中英文）.2020年11月7日 . 中国北京
15. 中美两国三份清单 .2020年12月1日 . 中国北京
16. 半脱钩，半紧钩：中美人文交流受阻的利弊评估与重塑之道 .2021年2月25日 . 中国北京
17. 不纠错，必失败：拜登政府对华经贸政策评估与前瞻——多边主义治理中美经贸 .2021年3月24日 . 中国北京
18. 2/3相似：拜登百日执政对华政策评估与特朗普比较 .2021年4月30日 . 中国北京
19. 美国税改与中国影响：评估与展望 .2021年7月5日 . 中国北京

## 人大重阳 “全球治理” 系列研究报告

1. 全球治理的十字路口：2017年G20研究报告 .2017年7月2日 . 中国北京
2. 再全球化：“共商·共建·共享”理念下的全球治理——中国与全球治理年度报告（2017）（中英文）.2017年9月30日 . 中国北京
3. 乘风破浪 行稳致远：上海合作组织十七年进展评估（中英文）.2018年5月21日 . 中国北京
4. “一带一路”与上海合作组织：关联、实践与走向 .2018年6月6日 . 中国北京
5. 换骨的世界：911事件二十年来的全球变局 .2021年9月10日 . 中国北京



人大重阳  
RDCY

## 中国人民大学重阳金融研究院

Chongyang Institute for Financial Studies, Renmin University of China (RDCY)

网址：<http://www.rdcy.org>

电话：010-62516305

公众微信号：rdcy2013

新浪微博：@人大重阳

地址：北京市海淀区中关村大街59号文化大厦6层

Add: 6th Floor, Wenhua Building, No.59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing 100872 P.R.China



微信二维码



微博二维码