

# 收放之间：债务增长的功能与风险均衡

张斌 朱鹤 盛中明

**摘 要** 过去 20 年，中国债务规模快速上升，政府、企业与居民部门的负债行为呈现出显著的阶段性变化。债务在储蓄向投资的转化、跨期消费平滑以及金融资产创造中发挥了核心作用，总量扩张并未带来过度通胀，反而折射出需求不足与资产结构失衡的深层矛盾。从结构上看，地方政府平台、房地产企业以及制造业与小微企业成为潜在风险集中区，而居民与政府部门整体偿债能力相对稳健。经验表明，压缩债务规模并不能必然降低杠杆率，反而可能削弱收入与现金流，诱发更高的风险溢价。要在增长与风险之间保持均衡，需要在低利率和适度通胀环境中发挥财政与货币政策的逆周期调节功能，并通过差异化机制化解重点领域的债务隐患，从而增强宏观经济的韧性与可持续性。

**关键词** 债务扩张 宏观杠杆率 逆周期调节

中国债务规模和杠杆率的快速上升受到持续关注，国家金融与发展实验室报告显示，截至 2023 年，中国企业、政府和居民三个部门合计债务规模 363 万亿元，债务与 GDP 之比达 288%。控制债务增长和稳定杠杆率成为近年宏观经济政策的重要关注点。有研究认为，过高的杠杆率会通过加剧信贷资源错配与道德风险，对企业生产率造成负向影响，因此“稳杠杆”或“去杠杆”是推动经济高质量发展的必要举措（黄少卿 等，2022）。政府严格控制一般公共预算赤字率，同时采取一揽子措施压降地方政府隐性债务。货币当局多年表示“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”<sup>①</sup>。然而，政策实践的复杂性远超理论。例如，政府债务的功能具有两面性：生产性政府债务能够通过基础设施支持、创新补贴和人才集聚等效应

显著提升城市创新力（吴海军 等，2025），而地方关联性举债在吸引异地投资、促进短期增长的同时，也面临着效率和可持续性挑战（毛捷和刘勇，2025）。更有学者从代际均衡的视角出发，将政府“债务空间”视为稀缺的战略资源，认为应采取谨慎的债务政策，为未来留有余地（王丽媛 等，2025）。

同时，控制债务增长的政策实践并不总是带来预期的效果。2018—2023 年，平均每年债务杠杆率上升 9.7 个百分点，甚至高于 2012—2018 的年均升幅。这一悖论背后，是债务管理中更为复杂的传导机制。首先，结构性去杠杆政策可能面临“渠道替代”的挑战。例如，针对落后产能企业的债券融资限制，虽然通过市场化定价有效提升了其融资成本，但这些企业可能通过其他渠道填补资金缺口，导致总体杠

张斌，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长；朱鹤，中国金融四十人研究院研究员；盛中明，中国金融四十人研究院青年研究员。

① 2023 年以后改变为“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”的表述。



杆率并未下降（仲赛末 等，2025）。其次，对特定主体（如融资平台）的信贷收紧，可能促使其转向债券市场，进而通过银行持债挤出中小企业的信贷资源，引发资源错配（周博和梁蕴佳，2024）。最后，企业杠杆率不仅受国内政策影响，也与汇率等外部因素紧密相关，人民币升值会通过创新效应和资产负债表效应总体上推升制造业企业杠杆率（曹伟 等，2025）。这些研究共同揭示，从全社会视角看，简单压缩债务增幅未必能降低风险或杠杆率，反而可能因冲击收入和现金流而加剧问题。同时，金融结构自身的优化，也能通过改善信贷期限结构来增强金融服务实体经济的能力（李万利 等，2025），这为平衡增长与风险提供了另一维度的思考。

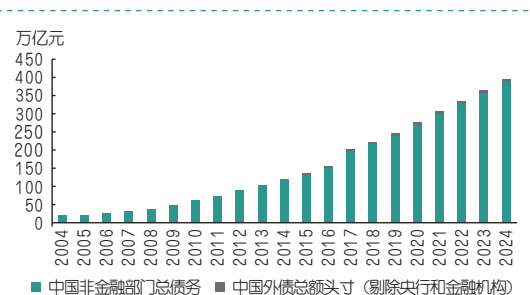
## 一、债务从何而来？

在债务规模持续攀升、杠杆率不断走高的背景下，一个更为根本的问题是：这些债务究竟源自何处？是政府与平台的融资主导，还是居民与企业的主动举债？不同主体的负债结构与融资工具如何塑造了整体债务的演化轨迹？回答这些问题，是理解债务与经济互动关系的前提，也是后续风险识别与政策调节的起点。

### （一）债务总量和杠杆率

过去 20 年间，我国非金融部门（政府、居民与非金融企业）的债务总存量从 2004 年的 19.86 万亿元增长至 2024 年的 394.18 万亿元，债务规模增长将近 20 倍，年均债务增长 15.3%。从内外债结构看，内债一直是总债务的绝对主体，20 年间内债占比从未低于 97%，且 2019 年以后内债占比持续微升，到 2024 年内债占比为 98%（图 1）。

从杠杆率（总债务存量 / 名义 GDP）来看，债务水平的演变以 2012 年为界大体分为两个阶段。一是 2004—2011 年。这一阶段的总体特点是：总债务保持较高速增长的同时，名义 GDP 增长也与之相当，总杠杆率的上升幅度较为温和。这 8 年间，总债务年均增长 18.8%，同时名义 GDP 年均增长 17.2%，总杠杆率年均只提高了 2.4 个百分点。这一时期杠杆率的提高主要发生在 2009 年及之后，当时为应对国际金融危机，2009 年总债务一年净增 15.4 万亿元，比此前 5 年的总净增量都要多，总杠杆率在 2009 年跳升了 32 个百分点至 173.4%。在 2009 年之前，2004—2008 年的名义 GDP 增速整体上还要高于债务增速，这 4 年间的总杠杆率下降。二是 2012—2023 年，这一时期的特点是债务和名义 GDP 在经历过一段高增长后同时出现增速下滑，但名义 GDP 增速下降的速度更快，这使得总杠杆率快速上升。这 12 年间，总债务年均增速较 2004—2011 年下降了 6.1 个百分点至 12.7%，名义 GDP 年均增速却较 2004—2011 年下降了 9 个百分点至 8.2%。2012—2023 年总杠杆率年均提高 9.2 个百分点，到 2023 年末，总杠杆率达 296.5%。



数据来源：Wind，基于社会融资规模存量，扣除非金融企业境内股票融资的存量和贷款核销的存量后得出。外债总额头寸数据来自国家外汇管理局。

图 1 中国非金融部门总债务

## （二）谁在创造债务？

近 20 年间，非金融部门总债务净增加 340.8 万亿元（2023 年余额 - 2003 年余额）。其中，有 40.1% 来自政府<sup>①</sup>和城投平台合计，二者在净增总债务中的占比分别为 19.8% 和 20.3%；有 22.8% 来自居民部门，其余 37.1% 来自非城投企业（图 2）。

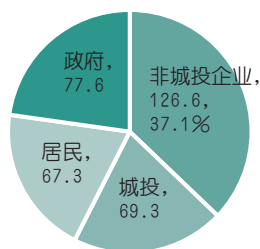
过去 20 年的举债主体和债务功能发生了显著变化。2012 年之前的工业化高峰期，资本密集型工业企业举债投资是新增债务主力；2012 年至新冠疫情之前，政府和平台举债增加支出、居民部门举债购房和消费是新增债务主力，这与发达国家历史经验基本一致。新冠疫情以后，制造业和小微企业新增债务贡献更大，发达国家历史上未曾出现。

### 1. 广义政府债务增量占比持续提高，2020 年后城投债务相对收缩

将政府和城投平台视为广义政府，广义政府的债务增量占比在近 20 年间持续提高。以 2008 年金融危机、2015 年新《预算法》实施和 2020 年为分界点，2004—2008 年、2009—2015 年、2016—2019 年和 2020—2023 年这四个时期，城投平台和政府债务合计的净增量占同期总债务增量分别是 26.6%、30.4%、45.9% 和 47.6%，提高速度最快的时期是 2016—2019 年。

政府和城投平台的负债行为在 2020 年前后发生了显著变化：显性政府债务在

（万亿元，2023 年余额 - 2003 年余额）



数据来源：Wind，政府、居民及非城投企业债务数据来自 EDB，城投债务数据来自城投企业资产负债表的有息负债数据汇总计算。最终计算各部门占比。

图 2 近 20 年总债务净增量的部门分布

2020 年之后重新成为广义政府债务扩张的主体，城投债务则在 2020 年之后进入相对收缩状态。在 2009 年之前，城投平台规模尚小，直接的政府债务（包括国债和估算的地方政府债务）是广义政府债务扩张的主体：2004—2008 年，城投平台新增债务占总新增债务的比例还只有 7.5%，政府新增债务占比则有 19.1%。2009—2019 年，城投平台债务进入扩张期，而直接的政府债务在这时相对收缩。2009—2015 年、2016—2019 年这两个时期，城投平台净增债务占总债务净增比例分别是 14.7% 和 31.2%，分别比 2004—2008 年高出 7.2 和 23.7 个百分点；而这两个时期政府净增债务的占比则较 2004—2008 年显著降低。2020 年及之后，情况又发生了反转，城投新增融资受到约束，显性政府的债务新增成为广义政府债务扩张的主体。2020—

① 需要特别说明的是：2015 年新《预算法》正式实行后，地方政府才正式获得自行举债的权限，在法律意义上，2015 年之前的中国政府债务只有中央政府债务。但实际上，2015 年之前的地方政府债务是客观存在的：2014 年财政部进行全国债务审计，披露全国地方政府债务余额为 15.4 万亿元；新《预算法》正式实行后的 2015 年，财政预算公布 2015 年地方政府债务余额为 14.8 万亿元。如果只从法律意义上界定“政府债务”，那么 2014 年的“政府债务”指标将出现极不正常的大幅提高。本文在分析中，根据 2014 年债务审计的信息，估算了 2003—2013 年的地方政府债务余额并计入本文分析中的“政府债务”中。同时，也在相应年份的城投债务中扣除了已被计算为“政府债务”的城投债务。



2023 年, 政府债务净增额占总债务净增的比重达 27.3%, 大幅高于此前任何一个时期; 但城投债务净增额占比下降至 20.3%。

近 20 年中国广义政府新增债务在总新增债务中的比例不断提高, 国际比较而言, 这并非特殊现象。2000—2022 年, 美国政府每年新增政府债券占其非金融部门新增债务的比重平均为 44.8%, 日本为 98.5%, 发达国家平均为 41.7%。中国在 2010—2022 年, 即便是将平台公司债务纳入政府债务, 新增政府债务在全社会新增债务的占比是 38.1% (图 3)。

## 2. 居民债务扩张在 2018 年见顶、2021 年后大幅下滑

居民部门债务新增在总新增债务中的比重 2015 年之前处于相对平稳的状态, 大部分年份占比低于 20%。2015—2018 年, 居民债务迅速扩张, 这 4 年间居民部门贡献了超过 30% 的总债务增量。2018 年后, 随着房贷增势减缓, 居民部门债务新增占比也开始下降。2021 年后, 这一下降趋势加快, 房贷余额增速在 2022 年降至 1.3%、2024 年转负为 -1.3%, 到 2025 年 6 月, 仍维持在 -0.1% 的水平。2022、2023

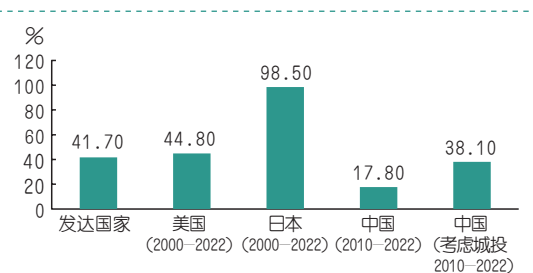
及 2024 年居民部门债务占社融比例跌至 21.8%、21.2% 和 20.3%。

## 3. 2020 年以后工业企业和小微企业债务扩张加速

2020 年之前, 非城投企业新增总债务占比持续下降, 2016—2019 年的下降幅度最大, 这期间其新增债务占总新增债务的比重只有 21.2%。2020 年之后, 非城投企业新增债务快速回升, 2020—2023 年新增债务占总新增债务的比重达 31.7%, 较 2016—2019 年提高了 10.5 个百分点。进一步将非城投企业拆分成工业企业、房地产开发企业和其他企业 (主要为非城投、非房地产的服务业), 并结合普惠贷款的业务数据, 可见 2020 年后债务新增的两个关键特征。

一是新增贷款向工业企业和非城投、非房地产服务行业显著集中。2020—2023 年工业企业新增了 23 万亿元本外币贷款, 占同期全部企事业单位新增本外币贷款的近 40%, 占比与 2016—2019 年相比提高了 30 个百分点。与此同时, 城投、房地产开发新增贷款占比显著下降, 2020—2023 年分别较 2016—2019 年下降了 18.2 和 12.9 个百分点。而对于工业、城投和房地产之外的其他行业, 可以认为基本上是非城投非房地产的服务业, 贷款向这些行业的集中态势也较为明显: 其在 2020—2023 年净增了 19.8 万亿元贷款, 占全部新增贷款的 33.7%, 占比与 2016—2019 年相比提高了 13.8 个百分点。

二是新增贷款向小微企业的集中趋势也更明显。2019—2023 年, 小微企业普惠贷款余额连年高速增长, 2023 年余额达 29.4 万亿元, 占全部非城投、非房地产企业贷款余额的约 30%。从增量看, 2023 年



数据来源: Wind, 分子为广义政府新增债务。其中, 中国考虑城投后的数据是在政府新增债务的基础上加上了城投平台有息债务的年度增量; 分母为图 1 中提到的中国非金融企业债务总额的年度增量, 两者相除得到占比。

图 3 新增政府债务占全社会总新增债务的比例



小微企业普惠贷款已较 2019 年净增了 17.8 万亿元，占同期全部非城投、非房地产企业贷款净增额的 41.6%，占同期全部企事业单位贷款净增额的 30%。

### （三）用什么工具创造债务？

比较债券、贷款和非标债务（其他带息债务）这三类债务融资工具的新增融资占比，可见 2020 年至今的变化是：债券比重下降、贷款比重提高、非标存量加快缩减。

**债券方面**，2015—2019 年新增债券占新增总债务的比例迅速提高到 41.7%，较此前的时期提高了约 20 个百分点。这主要是来自新《预算法》实行后地方政府债务的债券化，2015 年政府预算中还有超过 9 万亿元非债券形式的地方政府债务，到了 2019 年经过债券置换几乎归零；加之新增国债和地方债券的发行，这期间政府新增债券占到全部新增债券的 60% 以上。2020—2023 年新增债券占新增总债务的比例又转而降至 34.3%，这首先是由于 2020 年之后产业信用债风险事件频发，非城投企业新增债券融资迅速下降；还由于 2022 年开始城投平台发债受到更强的制约。到了 2023 年，99% 的境内新增债券（不包括金融债）都是政府债券，债券市场给非金融企业带来的增量融资逼近于零。

**贷款方面**，2020 年之前，贷款占全部新增总债务的比例曾持续下降，2016—2019 年贷款净增量占全部净增债务的比例已低至 57.7%；但 2020—2023 年，这一比例回升至近 70%。这主要是因为非城投企业在此期间获得了更多的贷款支持，每年有 50%~60% 的新增贷款流向了非城投企业。

**非标债务**在 2015 年之前也是总债务

新增的重要组成部分，2009—2015 年的净增非标债务占到总净增债务的 16.4%。但 2015 年之后尤其是 2018 年资管新规之后，这部分债务不再增长且迅速萎缩，2020—2023 年这部分债务存量已下降了近 5 万亿元。

## 二、债务的功能

如果说债务来源揭示了各部门在经济运行中的角色分化，那么债务的功能则回答了更为根本的问题：为何现代经济体必须依赖债务机制而非仅靠自有资金积累？债务不仅是负债约束的体现，它在储蓄与投资的转化、跨期消费的平滑以及金融资产与购买力的生成中，扮演着不可替代的制度性枢纽。理解债务的多重功能，才能把握其在增长与风险之间的双向作用，并为后续风险识别与政策调节提供分析框架。

### （一）储蓄到投资的转换

借助于债权债务或权益关系，可实现居民储蓄到投资的转换。将亿万零散家庭的储蓄集中起来，形成集中的大规模投资，是现代经济成长普遍采用、不可或缺的制度设计。从发达国家目前的情况来看，权益融资在企业全部融资中占比较高，2013—2022 年这 10 年当中，德国、日本、美国、英国的权益融资在企业全部融资中占比均值为 32.8%、52.4%、63.7% 和 54.7%，相比而言，中国企业权益融资在全部融资中占比均值只有 3.2%。这里仅统计了中国企业从国内资本市场的股权融资，即便考虑到来自海外市场的股权融资以后，中国企业股权融资在全部融资中的占比也非常低。

### （二）跨期消费平滑

个人可以通过举债消费或举债购房的



方式，实现一生相对平滑的消费水平，提高生活福利。个人举债消费或购房成为全社会债权债务关系中的重要组成部分。截至 2022 年底，在全社会的债务当中，新兴市场经济体、发达经济体和中国的家庭和非营利服务组织债务与全部债务之比分别是 21.7%、27.4% 和 20.6%。新兴市场经济体、发达经济体和中国的家庭和非营利服务组织债务与 GDP 之比分别是 47.7%、73.3% 和 61.3%。

### （三）创造金融资产与全社会购买力

举债投资或消费，是债务功能中硬币的一面。硬币的另一面也非常重要，创造债务的同时也在创造债权，创造金融资产。金融资产主要来自两种类型，一种是通过债权债务关系创造的金融资产，比如各种银行存款、债券等；另一种是权益类金融资产，比如股票。在大部分国家，通过债权债务关系创造的金融资产是全部金融资产中的主要构成部分。截至 2023 年底，我国的全社会金融资产大约 458 万亿元，其中通过贷款和发行债券创造的金融资产 397 万亿元，占比超过 85%。我国居民部门持有的金融资产大约 230 万亿元，每个家庭平均大约 47 万元。这 230 万亿元金融资产里面，定期和活期银行存款大约 130 多万亿元，各种形式的理财、货币市场基金和保险类资产 60 万亿元，股票大约 40 万亿元。

全社会金融资产很大程度上取决于创造了多少债务。全社会的债务创造越多，全社会的金融资产越多。从中国的情况来看，全社会金融资产当中超过 80% 来自银行贷款或者是发债这些债务创造行为，不到 20% 是来自股票。个人或企业的新增贷款也创造了全社会的新增存款，即增加

了全社会金融资产。企业或政府发行债券也是类似的，政府发债虽然没有直接增加银行存款，但增加了和银行存款高度替代的债券，增加了全社会金融资产。反过来看，如果全社会的新增贷款和发债大幅下降，会直接导致全社会新增的存款和债权减少，即全社会新增的金融资产减少，全社会的购买力和全社会名义收入随之下降。

## 三、辨识债务风险

新增债务会带来两种宏观经济层面上的风险。一种与债务总量有关，创造债务也是在创造全社会购买力，新增债务太多或者不足，会带来通胀或通缩，威胁宏观经济稳定；另一种与举债主体有关，某些举债主体过度举债难以偿还债务，轻则带来债权和债务主体之间的纠纷，重则引发金融市场风险，甚至威胁到宏观经济稳定。

### （一）总量视角

尽管经过 20 年来的快速增长，中国的债务杠杆率处于国际较高的位置，但这并不能作为判定中国债务总量过度的依据。原因在于，债务创造与金融资产的创造及社会总需求的相对应，债务过多可表现为需求与购买力过剩，然而这个判断缺乏事实证据的支持。

**第一个角度，中国近 10 年来没有通胀压力，却频繁遭遇需求不足压力。**我国过去 10 年平均每年的 CPI 涨幅不足 2%，人民币对一揽子货币的名义有效汇率升值 15%，这说明中国并未创造出过度的金融资产和购买力。频繁且持续得不到扭转的需求不足局面，反而说明新增的债务并非过多，甚至可能不足。

**第二个角度，从金融资产规模的国际**

比较看，中国的总量也并不突出。把债务类金融资产和权益类金融资产加总，中国的全部金融资产与 GDP 之比约为 3.6 倍，与德国的 3.7 倍相似，远低于美国的 13.4 倍和日本的 15.7 倍。对于家庭部门，美、日、中、德四个国家的家庭平均金融资产是 93.6 万美元、25.1 万美元、6.5 万美元和 19.6 万美元，中国家庭金融资产的绝对值不高。考虑到国家之间的人均 GDP 的差异，用家庭金融资产除以 GDP，得到中国相对于 GDP 的家庭金融资产规模约为 2 倍，同样低于美、日、德三个国家的 5.1 倍、3.8 倍和 2.2 倍。与发达国家相较，中国的核心问题在于金融资产结构的失衡，而非总量过多。中国的金融资产里面超过八成是债务创造的，比如银行存款和各种理财产品，而发达国家的权益类金融资产占比更高，比如股票等。

中国的债务杠杆率较高，但不能据此认为中国创造了过多的金融资产，也不能认为中国的债务风险更高。发达国家债务率普遍高于发展中国家，但发达国家债务的风险溢价普遍低于发展中国家，市场认为债务率高的发达国家债券风险反而更低。无论是对于个体还是总体，债务杠杆率都不是衡量债务风险的合意指标。同样的债务率下，储蓄率、债务的利率的差异可能会带来相差很大的债务风险。仅用债务率指标，远不足以评价债务风险。<sup>①</sup>

## （二）结构视角

从总量角度观察，债务扩张与风险之

间的关系并不能仅凭杠杆率高低来判定。宏观均值往往掩盖了部门之间的巨大差异。不同举债主体的偿债能力、融资结构与经营环境各不相同，由此形成的风险分布呈现出明显的异质性。正因如此，必须从结构视角切入，区分政府、平台公司、房地产企业、制造业及居民部门等不同单元，方能揭示债务风险的真正来源与潜在传导路径。

### 1. 政府部门债务风险

从财务角度看，评判政府债务风险高低的依据是政府的举债空间。如果政府还能以低成本举债，其就不会面临无法偿付债务的风险；反之，如果政府丧失了举债能力，其无力偿债的风险就会陡增。从经济合理性的角度看，评判政府应不应该举债的标准是私人部门的总需求与总供给的力量对比。如果非政府部门供大于求，政府举债增加总支出可以平衡供求，实现资源的充分利用；反之，若非政府部门求大于供，政府则不应该再去举债增加支出，否则会带来高通胀，威胁到政府的货币信用。进一步看，如果非政府部门的意愿储蓄远大于计划投资，社会上便存在大量闲置资源且无通胀压力，此时政府举债增加支出，不仅能有效利用这些资源，也能保障主权货币的购买力与信用，因此举债空间更大，合意的债务与 GDP 之比也更高。反之则反然。

我国 2012 年以来非金融企业和住户部门储蓄和资本形成之间的缺口不断放大，

① 举个例子，A 和 B 一样的收入，一样的债务，一样的债务率。A 月收入 10 万元花掉 8 万元，B 月收入 10 万元花掉 5 万元，A 和 B 的储蓄率不同，对偿还每个月的债务来说，A 比 B 更容易违约，A 的债务风险更高。再比如，A 举债的成本是 10% 的高利率，B 是 1% 的低利率，同样的债务 A 要还的利息成本高很多，A 更容易违约，而 B 不会，A 的债务风险更高。



该缺口占 GDP 的比重从 2012 年的 -3.1% 上升至 2021 年的 4.5%, 通胀也一直保持在较低水平, 2023—2024 年 GDP 平减指数甚至进入负值, 分别为 -0.49 和 -0.73。这说明非公共部门投资越来越不足以消化非公共部门储蓄。这种情况下, 政府的债券发行广受国内外投资者欢迎, 举债带来的支出增加更充分地使用了资源, 避免了资源闲置和浪费。政府举债不仅不会增加政府自身的债务风险, 反而因为帮助改善了非政府部门的资产负债表, 帮助其他部门缓释了债务风险。

## 2. 平台公司债务风险

经过对地方平台公司债务置换, 用专项债替代平台公司新增举债、严格控制地方平台公司新增债务和降低地方平台公司债务利息等多方面举措的努力, 地方平台公司的新增债务规模显著下降, 债务成本也显著下降。即便如此, 在以下两方面因素的作用下, 地方平台公司偿还债务压力不降反增。一是地方平台公司息税前盈利增长放缓, 息税前盈利与利息支出的差距进一步放大。平台公司持有的主要是土地、房产等重资产, 在近年来总需求不足环境下, 平台公司资产销售收入和租金收入都受到显著负面影响, 导致平台公司息税前盈利增速显著放缓。尽管债务利息成本下降, 但平台公司息税前盈利与债务利息的缺口进一步放大, 公司越发地依赖借新还旧来偿还已有债务。二是融资性现金流的收紧加剧了偿债压力。近年来, 在严控地方政府隐性债务的政策要求下, 平台公司的新增融资规模显著下降。一个突出的表现是, 其利息支出占新增债务的比例已从 2018 年之前的 20%~30% 大幅攀升至 2023 年的 68%。这种外部融资渠道的收窄, 与

平台公司自身经营性收支压力的增加叠加, 共同导致其偿债压力进一步增大。

平台公司偿债能力下降的同时, 地方政府为了不让平台公司暴雷, 不得不想办法通过多种方式帮助平台企业: 一是用预算内资金帮助平台企业; 二是出售平台企业资产; 三是降低平台企业运营成本; 四是尽可能地减少平台公司新增支出。这些举措放在个体来看合理, 但在当前私人部门需求乏力的环境下会进一步压低支出水平和资产价格, 形成公共部门和私人部门支出和收入下降的恶性循环。

## 3. 居民部门债务风险

我国居民部门杠杆率在经历长期上涨后, 近年来进入平台期。2005—2020 年, 居民部门杠杆率从约 10% 大幅攀升至 60% 的水平, 此后维持在 60% 左右波动, 基本延续了 2023 年以来的稳定格局。截至 2025 年第二季度, 数据显示居民部门杠杆率为 61.1%。相比之下, 发达国家居民部门的平均杠杆率水平则维持在 70%~75%。

比债务率更适合评价居民部门债务风险的指标是偿债比率。偿债比率是指偿还债务的利息除以收入, 这个指标不仅考虑了债务规模, 还考虑了债务利息成本, 以及可用于偿债的收入。按照 BIS 给出的公式和平均久期, 本文测算了我国居民部门的偿债比率。受限于数据可得性, 我国季度偿债比率从 2014 年开始, 在 2016—2021 年出现了持续且快速的上涨, 主要驱动因素是我国居民贷款规模大幅上升。2022 年之后, 我国居民的偿债比率开始下降, 目前回到 2019 年水平, 这其中既有央行下调贷款利率的影响, 也有居民部门主动减少贷款的影响。截至 2023 年末我国偿债比率为 9%, 低于同期 17 国的



平均水平 (9.9%)。此外,我国居民储蓄率普遍高于发达国家居民储蓄率,可用于偿还债务的收入更高。在估算我国季度居民可支配收入时,本文只纳入了工资和利息收入,并未包括转移支付部分。综合考虑以上因素,我国居民部门偿债能力远高于发达国家,债务风险处于相对较低水平。

#### 4. 非城投平台公司企业债务风险

非平台公司企业债务覆盖了众多行业,这里重点讨论房地产企业、制造业和小微企业三类企业的债务。

房地产企业面临巨大债务风险。据不完全统计,合并了房地产开发新增贷款、房地产企业国内和国外债券新增融资后的房地产新增债务融资 2023 年已降至不足 1 000 亿元,加入上市房地产企业的股权融资以后,2023 年的房地产企业新增融资不超过 2 000 亿元。与此同时,房地产企业销售收入也在大幅下降,2023 年房地产销售收入只有 11.7 万亿元,远低于高峰时期的 17 万亿至 18 万亿元。房地产企业的融资和销售现金流合并后,远低于企业经营活动的现金流支出,形成了巨大的现金流漏洞,在 2023 年达 1.7 万亿元。考虑到房地产企业的大部分商品房销售是预售收入,这些预售收入必须纳入预售资金监管账户,这导致企业面临的现金流缺口更大,难以偿还债务的现象非常普遍。

近年来制造业新增贷款增长较快,相关的债务风险值得引起重视。历史上看,制造业企业贷款不良率较高。根据金融监管总局公布的数据(截至 2021),制造业的不良贷款比例相较其他行业更高,2016—2021 年,制造业不良贷款比例较总体不良率平均高出约 2.5 个百分点。比较

而言,城投基建行业(基建三大行业汇总计算)的不良率长期很低,基本不超过 1%;房地产企业的不良率在 2021 年开始上升;其他企业(扣除制造业城投和房地产后,大部分是服务业)的不良率仅次于制造业,高于总体不良率。

制造业的产能过剩会加剧行业现金流紧张,未来会对相关贷款的资产质量产生负面影响。造成产能过剩的直接原因是过去两年这些行业的投资规模大幅增加,并带动了产能的大幅扩张。相关领域的产能过剩至少在两方面产生了比较明显的影响,一是国内工业品价格持续走低,PPI 同比始终没有转正;二是不断积累贸易盈余加剧了国家之间的贸易摩擦,部分贸易伙伴国家已声称或正在进行贸易调查以抵制相关产品的进口。这些影响集中体现在工业企业营业收入和毛利率层面。2023 年以来,工业企业各部门的营业收入增速始终在零附近徘徊,而毛利率水平则保持在较低水平(图 4-5)。如果不能在短期内尽快缓解相关行业面临的产能过剩问题,这些行业的现金流恶化似乎还会持续。这意味着银行贷款对应的资产创造现金流的能力在下降,相应地债务风险也会逐渐增加。

小微企业贷款是不良资产的高发领域。虽然没有直接公布的连续数据,但原银保监会曾披露:“2019 年我国普惠型小微企业贷款不良率 3.22%,比 2018 年下降近 1 个百分点”;“2022 年 4 月末银行业普惠型小微企业贷款不良率 2.18%”。这些数据均相对于同期总体不良率处于较高水平。此外,监管政策也从侧面印证了这一点:原银保监会曾在《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》中要求“将普惠型小微企业贷款不良率容忍度放宽至



不高于各项贷款不良率3个百分点”，一定程度上说明普惠小微企业贷款的不良率普遍高于其他贷款。

#### 四、如何平衡债务增长与债务风险？

简单压缩债务规模并不能有效降低杠杆率和债务风险。由此，对平衡债务增长与风险防范这一问题的探讨，有助于明确合意的债务增速区间，并为不同部门提供差异化的治理路径。

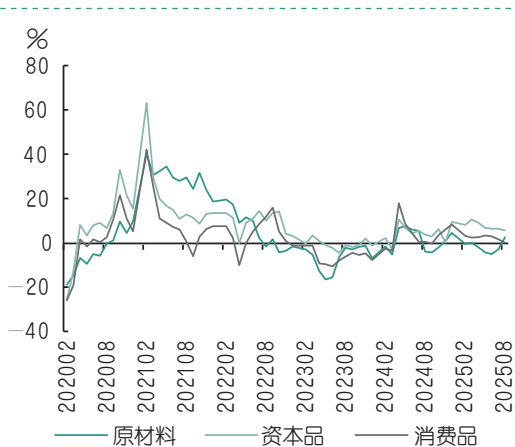
##### （一）总量视角

如前文所述，从总量角度看，不能简单判定中国创造了过多债务。一方面，债务是经济体内部一部分主体对另一部分主体的负债，虽然部分债务人可能承担了过多债务，部分举债投资形成的资产质量或许堪忧，但这些结构性问题，不足以从总量上评价债务是否过多；另一方面，无

论是从通胀水平，还是从金融资产的国际比较来看，都不能得出债务总量过度的结论。

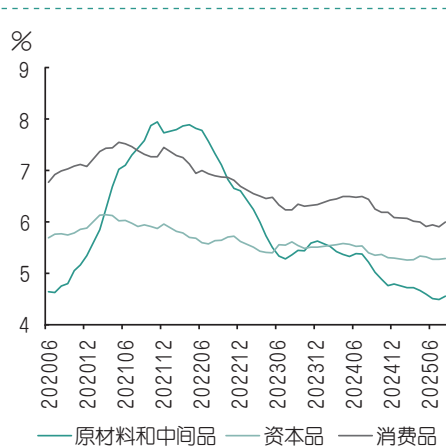
同样，债务杠杆率本身也并非衡量风险的有效指标。衡量偿还债务的能力，除了看债务规模，还应看债务利息成本和期限结构，因此政策目标不应是简单地压降债务规模。总量债务的合意增速，应与实现约2%的核心通胀目标相匹配，这意味着总需求与总供给基本平衡，能够支持经济实现潜在增长。

实现降杠杆和减轻债务负担的有效出路在于维持低利率和适度的通货膨胀，因为紧缩政策会压低收入和价格水平，反而导致杠杆率和真实债务负担上升。朱鹤和郭凯（2023）结合中国情况动态模拟了债务创造GDP效率、通胀、利率与宏观杠杆率的关系，基本结论是债务创造GDP



数据来源：Wind。数据提取自EDB中“工业企业效益—分行业主要财务指标”下的营业收入累计值。首先将各细分行业归入原材料、资本品和消费品三大类，然后分别汇总计算各部门的总营收同比增速。同理，用公式（部门利润总额/部门总营业收入），计算得出各部门的毛利润率。

图4 工业企业分部门营收增速



数据来源：Wind。数据提取自EDB中“工业企业效益—分行业主要财务指标”下的营业收入累计值。首先将各细分行业归入原材料、资本品和消费品三大类，然后分别汇总计算各部门的总营收同比增速。同理，用公式（部门利润总额/部门总营业收入），计算得出各部门的毛利润率。

图5 工业企业分部门毛利润率

的效率越高，稳态的宏观杠杆率越低；通胀水平越高，稳态的杠杆率越低；利率越低，稳态的杠杆率越低。在宏观杠杆率为290%，创造1单位GDP需要2.6单位债务的初始条件下，名义利率下降1个百分点，带来杠杆率的显著下降，在第10期的时候会导致杠杆率下降20~25个百分点；通胀上升1个百分点，在第10期的时候会导致杠杆率下降7个百分点。

总量债务增长中，政府占据较高比例且应熨平私人部门债务波动。从发达国家的经验看，政府债务在支撑总需求中作用关键，当私人部门储蓄意愿强于投资意愿时，政府应增加举债和支出以稳定总需求，发挥逆周期调节作用，平衡私人部门的支出波动。发达国家政府创造的债务占据了全社会新增债务的41%，由此带来的金融资产创造和购买力增长是总需求增长的重要支撑。这样一来，政府举债支出就发挥了逆周期的作用，平衡了私人部门的支出变化，稳定了总需求。

## （二）结构视角

分部门角度看，我国的居民部门和政府部门的偿债能力有保障，债务风险比较突出的是地方政府平台公司债务、房地产企业债务，以及需要关注的制造业和小微企业债务。

化解平台公司债务风险需要把握节奏，多管齐下。把握节奏，应选择市场自发信贷增速较为旺盛的时期压降地方平台公司债务，这种时期地方政府有更充沛的财力还债，平台公司收入和资产价格处于有利环境，压降地方政府债务还能起到防止经济过热的作用。在市场自发信贷增速显著放缓的时期，地方政府财力相对拮据，压降地方政府债务不仅难度大，且会形成

政府支出下降和市场支出下降相互强化的恶性循环局面，压降债务会让地方经济陷入更加困难局面。这种时期内对待平台公司债务应以延期为主，将保持必要的现金流、不暴雷作为工作重点。

多管齐下，根据不同平台公司的业务情况采取有针对性的、差异化的应对措施。化解平台公司债务风险需要对平台公司划分类型，有些需要退出，有些需要兼并重组，有些需要业务转型，有些需要调整债务期限结构，有些需要置换更低成本的债务融资工具。平台公司普遍承担地方政府的工作任务目标，地方政府普遍借助平台公司推动地方经济工作，比如，提供公共或者准公共基础设施、推动政府支持的产业发展等。拉长时间来看，化解地方政府债务风险还需要理清政府和平台公司的边界，做好政企分离。

化解房地产企业债务风险需要宏观经济管理当局出面解决。当前房地产企业处于非常态，一方面是房地产企业的融资现金流断崖式下降；另一方面是商品房销售收入剧烈下降且纳入监管债务的商品房预售收入难以用来偿还债务。依靠房地产企业自身的力量，或是地方政府的力量，都不足以化解房地产企业连锁债务违约的风险。房地产企业债务风险已是当前威胁我国宏观经济稳定的突出风险，需要尽快采取解决措施。

尽早关注制造业和小微企业债务风险。部分制造业行业在前期贷款大量增加和产能快速提升的背景下，接下来可能会面临产能过剩和贷款不良率显著上升风险。在货币当局的政策支持下，小微企业目前的融资利率处于低位，但小微企业贷款的不良率较高，在目前需求不足环境下



贷款不良率可能会进一步攀升。针对制造业企业之后新的重大债务风险来源。<sup>[N]</sup>  
业和小微企业的贷款需要加强风险管控, 学术编辑: 卢超群  
避免这两个部门成为地方平台公司和房地

#### 参考文献

- [1] 曹伟,高洁,曾利飞.人民币汇率、创新效应与制造业企业杠杆率[J].金融研究,2025(1):96-114.
- [2] 黄少卿,俞锦祥,许志伟.杠杆率与企业生产率:基于信贷误配的视角[J].中国工业经济,2022(9):159-177.
- [3] 李万利,刘晓剑,许均平.中小银行网点扩张与企业信贷期限结构[J].金融研究,2024(6):114-131.
- [4] 毛捷,刘勇.地方关联性举债与异地企业投资[J].金融研究,2025(1):96-113.
- [5] 王丽媛,程鹏,郑新业.债务空间的动态最优配置——兼论谨慎债务政策的必要性[J].中国工业经济,2024(12):24-42.
- [6] 吴海军,杨其静,阳镇.生产性政府债务与城市创新力——基于中国城市面板数据的经验研究[J].中国工业经济,2022(2):118-136.
- [7] 仲赛末,李曜,谷文臣.债券市场价格效应与结构性去杠杆[J].金融研究,2025(2):114-132.
- [8] 周博,梁蕴佳.融资平台债务扩张对中小企业信贷融资与资源配置的影响[J].财贸经济,2024,45(1):39-54.
- [9] 朱鹤,郭凯.降杠杆也许需要(低息)加杠杆[R].2023.

### The Balance Between Expansion and Contraction: The Role and Risks of Debt Growth

ZHANG Bin<sup>1</sup> ZHU He<sup>2</sup> SHENG Zhongming<sup>2</sup>

(1.Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences;

2.China Finance 40 Forum)

**Abstract** Over the past two decades, China's debt stock has expanded rapidly, with the borrowing behavior of the government, corporate, and household sectors exhibiting distinct changes. Debt has played a pivotal role in converting savings into investment, smoothing consumption, and creating financial assets. This aggregate expansion has not triggered excessive inflation but instead reflects underlying contradictions of insufficient demand and asset structure imbalances. Structurally, local government financing vehicles, real estate and manufacturing enterprises, and small-to-medium enterprises have become concentrated zones of risk, while households and the government sector have maintained a relatively robust overall debt-servicing capacity. Experience indicates that reducing debt size does not necessarily lower leverage ratios; it may instead weaken income and cash flows, triggering higher risk premiums. Achieving a balance between growth and risk requires leveraging the countercyclical functions of fiscal and monetary policies within an environment of low interest rates and moderate inflation. Differentiated mechanisms should be employed to resolve debt vulnerabilities in key sectors, thereby enhancing macroeconomic resilience and sustainability.

**Keywords** Debt Expansion, Macro Leverage Ratio, Countercyclical Adjustment

**JEL Classification** E44 H63 O16