

张明

zhangming@cass.org.cn

## 全球债务高企的潜在风险与化解之道

张明

来自国际金融协会（IIF）的最新报告显示，截至 2016 年第三季度末，全球债务总额创下 217 亿美元的历史新高，大约是全球 GDP 的 3.25 倍。仅仅在 2016 年前三季度，全球债务就增长了 11 万亿美元。此外，新兴市场国家债务水平的上升速度显著超过发达国家。

为什么近年来全球债务水平增长迅猛呢？首先，这与 2008 年美国次贷危机爆发后，全球经济增速显著放缓有关。市场通常用债务与 GDP 比率来衡量债务水平高低，而全球经济在危机后的长期性停滞格局通过降低分母增速的方式造成了债务扩张；其次，这与 2008 年危机后很多国家采取了扩张性的财政货币政策救市有关。一方面，扩张性财政政策直接造成政府债务的攀升；另一方面，零利率与量化宽松政策降低了各种主体的举债成本，从而激发了有关部门的加杠杆行为。

全球债务高企，将会带来何种潜在风险呢？

第一，过高的债务将会影响经济增长。例如，有关研究指出，一旦一国的政府债务占 GDP 比率超过 90%，该国经济增长速度就可能下降超过 1 个百分点。又如，如果债务负担过高，那么利率水平上升将使得债务负担变得更加沉重。美国联邦政府债务占 GDP 比率目前超过 100%，这意味着一旦美国 10 年期国债收益率上升 1 个百分点，那么利息支出的增加就会超过 GDP 的 1 个百分点。换言之，过高的债务将会显著提高一国还本付息压力，从而影响经济增长。

第二，过高的债务可能加剧金融市场的不稳定，甚至酿成金融危机。在经济繁荣时期，

一国债务率的上升通常伴随着资产价格泡沫的膨胀，而资产价格泡沫是难以长期维持的，一旦资产价格泡沫在特定冲击下破灭，就可能引爆金融危机。此外，过高的债务也会使得借款人面临利率上升或者本币贬值（如果借的是外债）的冲击，一旦利率上升或本币贬值的幅度超过了特定范围，那么借款人就可能难以还本付息，造成债务危机或货币危机的爆发。

既然全球债务过高面临着较大的潜在风险，那么应该采取何种手段来降低全球债务水平呢？由于我们通常用债务与 GDP 比率来衡量负债程度，那么要降低债务，显然可以通过两大类举措来进行，一是如何降低债务本身（降低分子手段或资产负债表手段），二是如何通过提振 GDP 增长来降低债务负担（增大分母手段或宏观经济手段）。

在降低债务本身方面，主要应对措施大致包括：第一，限制债务的未来增速，例如让一国未来信贷增速低于 GDP 增速；第二，让债务有序违约并进行债务重组，通过债权人与债务人的共同努力来降低真实债务水平，例如债务的核销、减让、重新谈判与债转股等；第三，通过制造通胀来降低真实债务水平，这其实是从债权人到债务人的一种福利转移；第四，压低利率水平以抑制债务负担的过快上升，这本质上是一种金融抑制手段；第五，债务人通过出售资产来偿还债务，例如，拥有国有资产的地方政府可以通过出售部分国有资产的方式来降低自身债务水平。

在提振 GDP 增长方面，需要注意三方面的问题：其一，不要让去杠杆过程对经济增长造成过大的冲击，尤其要防范无序去杠杆导致金融危机爆发，进而影响经济增长；其二，应该通过实施扩张性的财政货币政策，来为去杠杆创造一种更加宽松的环境。换言之，保增长可以较好地促进去杠杆；其三，应该通过加快结构性改革来提振一国经济的潜在增长水平。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘浩、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。