



# 中国发展研究基金会

## 研究参考

第3号（总260号）

2024年10月14日

### 债务危机是不可避免的吗？

——读《债务危机》有感

#### 内容摘要：

债务风险已成为全球共同面临的最大挑战之一。全球最大对冲基金桥水创始人瑞·达利欧通过构建债务大周期模型，分析了过去100年间造成实际国内生产总值（GDP）降幅超过3%的所有经济崩盘事件，并详细剖析了一战后的德国、1929年经济危机的美国和2008年金融危机的美国以及发生在全球各国的48个债务危机。从经济史角度看，大量举债的风险主要在于决策者是否有意愿和能力将坏账损失分摊到多年。本书对于理解债务危机的表现和解决债务危机具有重要借鉴意义。

本文为阅读《债务危机》一书的心得体会。

**关键词：**债务危机；化解；启示

# 债务危机是不可避免的吗？

## ——读《债务危机》<sup>1</sup>有感

债务风险已成为全球共同面临的巨大挑战之一。2000 年以来，全球公共债务增长了 5 倍，2022 年创下 92 万亿美元的历史新高，全球共有 52 个国家因难以降低债务负担而面临债务违约<sup>2</sup>。全球最大对冲基金桥水创始人瑞·达利欧从投资者的角度，研究了过去 100 年间造成实际国内生产总值（Gross Domestic Product，简称 GDP）降幅超过 3% 的所有经济崩盘事件，指出所有的金融危机或经济危机，本质上都是债务危机。他从经济史视角对债务危机的起因、发展和化解进行了全景图式剖析，对研究我国当前地方债务问题如何化解，如何采取措施预防大规模债务危机具有很好的借鉴意义。

### 一、全书主要观点

#### 1. 债务危机具有一定的共性

达利欧研究了近 100 年来世界历史上的债务危机（本书提到 48 个），指出所有的金融危机或者经济危机，本质上都是债务危机。从全球看，这种周期性的债务危机，约十几年就会出现一次。通常，一个经济体内的债务越多，经济就会越发达，因为新增的每单位债务会带来超过债务成本的收益。但物极必反，在债务增长过快时，可能会带来过度投机和虚假繁荣，当新增每单位的债务带来的收益小于债务成本时，债务增长就变得不可持续了。

#### 2. 如何理解债务周期，债务泡沫终将如何走向破裂？

达利欧将债务危机大体分为两类，一类是通货紧缩型债务危机，另一类是通货膨胀型债务危机。前者主要发生在以外币计价的债务占比较低，没有出现通胀性萧条的国家。后者主要发生在以外币计价的债务占比较高，出现了通胀性萧条的国家，这种国家在经济萧条的同

---

<sup>1</sup> 本书英文名为《A Template For Understanding Big Debt Crises》，作者瑞·达利欧，译者赵灿，熊健伟，刘波，中信出版社 2019 年 3 月出版。

<sup>2</sup> 数据来自联合国全球危机应对小组发布的《世界债务报告》，2023 年 7 月 12 日。

时，往往还会出现资本外流，本国货币严重贬值，汇率一落千丈。

达利欧认为，这两种类型的债务危机发展都大致经过六个阶段，先是上升过程的“早期—泡沫—触顶”，然后是下降过程的“萧条—和谐的去杠杆化—正常化”。关于如何识别泡沫，达利欧提出了七个特征（如表 1 所示），据此分析过去 100 年间典型的几场大危机基本都具有以下特征。

表 1 利用长期债务框架分析此前泡沫特征

	2007 年 美国	2000 年 美国	1929 年 美国	1989 年 日本	2007 年 西班牙	2007 年 希腊	2007 年 爱尔兰	1994 年 韩国	1997 年 中国香港	2015 年 中国内地
相对于传统标准来看，资产价格是否偏高？	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
市场是否预期目前的高价会继续快速上升？	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
是否依靠高杠杆融资买进资产？	是	是	是	是	是	是	是	是	N/A	是
买家/公司是否提前买入？	是	是	N/A	是	否	是	否	是	是	否
是否有新买家进入市场？	是	是	N/A	是	否	是	是	是	N/A	是
是否普遍存在看涨情绪？	是	是	N/A	是	否	否	否	N/A	N/A	是
紧缩风险是否引发泡沫破裂？	是	是	是	是	是	是	否	否	是	是

当然，不能机械地从以上指标判断是否会发生债务危机，债务泡沫的出现和破裂，通常发生在一个国家某些重要部门的重要参与者，而不一定是整个国家的均值反映。当某些重要实体出现偿付困难发生债务违约时，信任危机常常会溢出，整个国家信任危机弥漫，流动性大幅下降，整个国家整个经济就会出现混乱甚至崩溃。因此，要更好地预测债务危机，还必须考察单个实体的具体偿债能力。

### 3. 政府应该怎么做？

在达利欧看来，债务危机典型的错误应对是决策者选择只用财政紧缩来去杠杆，主要包括两种措施：一是为了保持财政平衡减少支出或者提高税收，二是放任系统重要性机构破产。应对债务危机的正确做法是，危机出现初始，积极救助系统重要性机构，尽量不要让这样

的机构倒闭。此时先把道德风险放一边。如果没有系统重要性机构倒闭，就不会出现严重的危机。但有时候系统重要性机构还是倒闭了，并引发了全社会的信任危机，此时股市暴跌，流动性极度紧张，理论上的货币乘数暴跌。政府需要降息降准、印钞购债，为陷入困境的系统重要性机构的资产进行担保或直接注资，来中和本会带来通缩性影响的信贷市场崩溃，财政部需要果断扩大财政赤字来暂时扩大总需求，最后使得名义经济增长率高于名义利率（这将吸引投资的增加），债务危机最危险的时刻就算过去了。这套组合拳越早实施，初始阶段越有力量，债务危机带来的损失就会越小。对经济大国而言，通胀风险带来的危害往往远小于资产泡沫和债务增长过快。

基于对历史经验的总结，达利欧提出了管理债务危机的工具组合：1.财政紧缩（即减少支出）；2.债务违约/重组；3.央行印钞，购买资产（或提供担保）；4.将资金和信贷从充足的领域转向不足的领域。核心是降低债务与收入之间的比率和偿债总额与用于偿债的现金流之间的比率。

表 2 债务问题管理中政策工具的使用频率（案例占比）

提供流动性	紧急贷款/流动资金	88%
	银行债务担保	58%
	银行假日/存款冻结	21%
支撑贷款人的偿付能力	银行重组/合并	81%
	资本重组	73%
	国有化	60%
	让存款人承担损失	29%
处置坏账	资产购买和转让	44%
	集中型资产管理公司	38%
主权债务违约/重组		35%
IMF 项目		52%

## 二、心得与启示

改革开放四十多年来，我国以政府为主体的信用体系，支持了经济的高速发展。与此同时，市场信用基础结构较为薄弱，债务风险也

达到了一定的程度。通过达利欧展示的债务危机历史这面镜子，应从理解债务的源头出发，标本兼治、治本为上，推动短期化债与长期改革相结合，稳步化解债务风险。

### **1.大规模债务危机并不必然会发生，应从全局视角挖掘增长潜能，降低大规模债务危机发生的概率。**

债务本身是推动经济社会发展的重要力量，债务增长的风险是有的，但只要做到风险可控，就不必“谈债色变”。从达利欧的分析看，债务最大的风险不是来自于债务规模，而是债务和偿债成本的增速高于偿债所需收入的增速。以史为鉴，解决债务问题不能只看债务本身，应将债务与整体的经济增长结合起来。从宏观角度看我国当前的债务，只要国际收支是健康的，同时没有通胀的压力，整体债务规模就是可持续的。从大的增长背景看，更为重要的是挖掘增长潜能，改善经济活力和金融资产价格，降低债务与收入的比率，从而逐渐使名义收入增长率回升至名义利率之上。

### **2.以时间换空间缓释债务风险。**

在达利欧看来，大量举债的风险主要在于决策者是否有意愿和能力将坏账损失分摊到多年。历史经验表明，在应对危机时，决策者必须要知道每年的债务分摊比率，了解债务分摊中何方受益，何方受损，损益几何，从而使整顿债务问题的政治和其他后果可被接受。应进一步加强财政政策与货币政策的协调，加快设计债务跨时间和跨利益主体分摊机制，不能把债务风险都集中在一点上。比如法定债过于集中在专项债上，整体政府性债务集中在城投债上，认购债务主体主要集中在银行，显然风险没有得到分散。应发展一个公开、规范、透明、科学的债务市场，分散债务风险，降低存量债务再融资成本。同时，推动地方政府积极盘活存量资产，将盘活资产与化解债务、解决政府拖欠结合起来，提高地方政府现金流能力，逐步把存量债务规模做小。

### **3.短期化债与长期改革相结合，大力解决债务资源错配问题，减少道德风险，建立良性新增举债控债机制。**

从国际经验看，把短期的债务化解和长期的制度建设结合起来非

常重要。成功应对债务危机的经验一般包括两方面，一是解决债务本身的问题，二是解决后续的机制问题，建立更为健康可持续的政府间财政关系与债务管理机制。与上一轮政府债务置换相比，我国当前面临的债务问题明显存在更高的道德风险，应当利用这次债务风险契机，推动中央与地方间财政关系改革，倒逼地方推动市场化改革，把资产盘活，形成新的增值空间。应建立究责机制，特别是针对地方发生大规模债务风险，造成当地财政破产或重组的，应有明确的责任追究机制。同时，应加快对地方政府项目的分类融资管理，建立良性新增举债控债机制，建设新城投平台，并依据城投平台支持项目的公共性与市场性特征，区分城投平台属性，使投资与融资的期限、收益实现良好匹配。

中国发展研究基金会

执笔：朱美丽

（责任编辑：任晶晶）



中国发展研究基金会  
China Development Research  
Foundation



---

地址：北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层  
电话：（010）64255855 邮编：100011  
网址：[www.cdrf.org.cn](http://www.cdrf.org.cn)

---