



**NIFD** 广州

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# 金融专报

2019年第23期 总第23期

广州金羊金融研究院  
国家金融与发展实验室广州基地 编

2019年9月16日

## 助力稳增长 应容忍杠杆率适度抬升

——2019年二季度中国杠杆率报告

张晓晶 常欣 刘磊

- 2019年2季度杠杆率总体水平略有上升，但1季度过快增长的势头已经得到控制，整体债务水平相对稳定。
- 分部门来看，2019年2季度居民部门杠杆率持续上升，增速与去年同期持平；非金融企业部门杠杆率反弹态势趋缓；政府杠杆率继续上升主要源于地方政府新增债券大幅增加；金融部门继续缩表，杠杆率仍在下降。
- 对于稳杠杆要有通盘考虑，特别是从提升稳增长助力的角度，需要容忍杠杆率的适度抬升。未来，仍需将重点放在

体制、结构与效率上，把握好稳增长与稳杠杆的动态平衡；突出竞争中立，扭转杠杆率错配的局面，将杠杆与效率匹配起来，优化债务资金配置，实现稳增长与稳杠杆的有机统一；在金融去杠杆和局部“拆弹”过程中应避免造成误伤。

一季度宏观杠杆率大幅攀升 5.1 个百分点，二季度仅上升 0.7 个百分点；上半年杠杆率共计上升了 5.8 个百分点。相比于 2017 年以来宏观杠杆率得到有效抑制，2019 年上半年则发生“逆转”，出现了较大攀升。这是面对国内外冲击，杠杆率走势的重要变化。

一季度杠杆率大幅攀升，与之相对应的是一季度经济增长的“超预期”；而二季度杠杆率增幅的大幅回落，将给后续增长带来压力，单季杠杆率增幅 0.7 个百分点的态势恐较难持续。因此，从提升稳增长助力的角度，我们需要容忍杠杆率特别是中央政府杠杆率的适度抬升，将重点放在体制、结构与效率上，把握好稳增长与稳杠杆的动态平衡。

## 一、总判断：实体杠杆率微弱攀升金融杠杆率持续回落

2019 年 1 季度，实体经济部门杠杆率有一个较大的上升幅度，一个季度的杠杆率就上升了 5.1 个百分点， $M2/GDP$  上升了 3.4 个百分点，社融存量与 GDP 之比上升了 4.6 个百分点。从 2 季度的表现来看，这种快速上升的势头被抑制住了。

相比1季度末，宏观杠杆率上涨了0.7个百分点，从248.8%升至249.5%。虽然杠杆率水平略有上升，但过快增长的势头已经得到控制，整体债务水平相对稳定。金融部门杠杆率持续回落。其中，资产方杠杆率由2018年末的60.6%下降到58.7%，负债方杠杆率由60.9%下降到58.7%，降幅分别为1.9和2.2个百分点。

## 二、分部门杠杆率风险分析

### （一）居民部门杠杆率持续上升，增速与去年同期持平

居民杠杆率持续上升，从2018年末的53.2%增加到2019年2季度的55.3%，半年累计上升2.1个百分点，该增速与2018年2季度的2.0个百分点基本持平。短期消费贷款依然是拉动居民杠杆率上升的主要动力。

居民贷款规模达到51.7万亿，其中中长期消费贷31.7万亿，占比61%，短期消费贷9.1万亿，占比18%。住房按揭贷款是中长期消费贷款中的最主要部分，2018年末达到25.8万亿，占全部居民贷款的54%。居民总贷款的同比增速继续下降，从2018年末的18.2%下降到17.0%；其中短期消费贷款下降幅度最大，从2018年末的29.3%下降到19.7%；经营性贷款保持稳定，从2018年末的12.3%下降到12.2%；中长期消费贷款略有回升，从2018年末的17.3%上升至18.0%，但相比一季度，增速有所趋缓。

值得注意的是，随着房地产调控定力的不断增强，在坚持“房住不炒”的基本定位并明确不把房地产作为短期刺激

经济手段的背景下，房地产融资政策近期全面收紧，其中也涉及对个人住房贷款和消费贷款的规范问题，包括严控“个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房”问题。这或将对居民部门杠杆率上升产生进一步的抑制作用。随着互联网金融的发展，以P2P、小额贷款等形式出现的网贷规模上升，这部分贷款很多是以对居民个人贷款的形式出现的，势必提升居民部门整体的债务水平。部分媒体及研究者基于此认为居民部门蕴含了更大的金融风险。我们认为，虽然互联网金融的出现抬升了一部分居民的债务水平，但发展至今，规模有限，且绝大部分债务都属于居民部门内部的债权债务关系，并没有影响到金融体系，因此也不会产生过大金融风险。

抑制居民杠杆率快速上涨的核心在于稳定房地产市场的预期。对个人消费贷款风险也应有所警惕。在商业银行加快零售业务转型过程中，信用贷款快速扩张，尤其是在低年龄群体和低收入群体中不断渗透，由此带来局部杠杆率上升和不良资产比率提高的问题，需要给予相应关注。

## （二）非金融企业部门杠杆率反弹态势趋缓

非金融企业部门杠杆率从2018年末的153.6%上升到2019年2季度末的155.7%，半年上升了2.2个百分点，虽仍呈上升趋势，但相比一季度3.3个百分点的大幅反弹已有所趋缓。非金融企业在2季度又回到了去杠杆的路径中来，单季下降了1.1个百分点。

国企和民企的资产负债率保持稳定，但国企债务占比进一步提高。国企资产负债率由 2018 年末的 64.7% 下降到 2019 年 1 季度末的 64.4% 和 2 季度末的 64.5%，保持稳定，并且结束了 2018 年全年的下降趋势。同时，工业企业的资产负债率也略有上升，基本保持稳定。从影响资产负债率的具体因素来看：资产端，国有企业总资产相比于 2018 年末环比增长了 9.1%，而工业企业仅环比增长了 0.6%；负债端，国有企业总负债相比 2018 年末环比增长了 8.8%，而工业企业仅环比增长了 1.5%。总体来看，国企依然在快速扩表，而以工业企业为代表的民企则增速缓慢。具体到 2 季度单季来看，国企的资产和负债增速都有所减慢，而工业企业与 1 季度增速基本相当，二者分化的走势得到一定缓解。可以说 2018 年的结构性去杠杆主要体现在国有企业资产负债率下降这一特征上，但正如我们之前报告所分析指出的，这种下降主要来自于国企资产端更快速的扩张，而这在一定程度上可以归因于 2016 年以来由供给侧调整政策（强制去产能、环保限产）引发的利润分配格局的改变。在强制限产导致的供给收缩过程中，上中游行业利润保持了可观的增速。由于国有企业在上中游行业中的占比较高，相应带动了国有企业利润增速的明显改观，进一步造成了权益资本累积进而资产扩张。我们认为，这种去杠杆路径并不具有可持续性，也不利于经济结构的健康转型。

我们认为下一步的工作重点应从价格调控转向更多的

数量调控，在降低民企融资成本的同时，要增加民企债务的占比，有效抑制国企占比提高这一趋势。这既需要继续加快推进对“僵尸企业”的出清，在提高债务资金使用效率的基础上，修复国有企业部门的资产负债表并降低负债率；同时也需要通过解决信用资质差异中的扭曲性问题、加快重塑支持中小微企业的金融业态等手段进一步加大对民营企业的信贷支持力度。近期发展改革委等部门共同发布《2019年降低企业杠杆率工作要点》，进一步强调推动市场化法治化债转股、推进企业战略重组和股权融资、完善企业债务风险防控机制等降杠杆的措施。这在破解非金融企业部门杠杆率畸高问题上值得期待。

### （三）政府杠杆率继续上升

政府总杠杆率从1季度末的37.7%升值至38.5%，上升了0.8个百分点，上半年共上升了1.5个百分点。政府杠杆率的上涨主要源于地方政府杠杆率，其从2018年末的20.4%上升至22.0%，半年累计上升1.6个百分点，而中央政府杠杆率微降0.04个百分点。

2019年上半年，全国共发行地方政府债券2.8万亿元，其中一般债券1.29万亿，专项债券1.55万亿。全部债券中，新增债券为2.18万亿，置换和再融资债券0.66万亿。2019年两会确定的全年新增债券发行限额为3.08万亿，由于发行进度大幅前置，上半年已经达到限额的71%，较上年同期的15.5%提升55.2个百分点。根据国务院常务会议的决定，

地方新增债券的发行任务将于 9 月底基本结束。预计 3 季度还将有 0.9 万亿的新增债发行额度，同时考虑到一定规模的再融资债券和置换债券，以及可能出现的上年剩余专项债券额度结转，将继续拉动地方政府杠杆率的提升。由于地方债的快速发行，地方债券规模自 2017 年超过国债规模后，与国债规模的差距进一步拉大，已经成为债券市场中最主要的品种。从新增地方政府债券的用途来看，绝大部分都被用作了稳增长的相关支出。

围绕地方政府债务问题，应坚持疏堵结合，把“严堵后门”和“开大前门”协调起来，在严控地方政府隐性债务增量的同时，进一步加大地方债开前门的力度。这是因为，从宏观经济增长角度来看，当前内外部环境的压力均较大。2018 年全年基建投资增速仅为 1.8%，其中不含电力的基建投资增速为 3.8%。2019 年 6 月末这两类投资增速分别恢复到 3.0% 和 4.1%，但仍处于历史较低水平，由此也拖累了名义 GDP 增速减缓。再加上宏观经济下行背景下财政收支缺口加大对地方政府形成较强的压力。在这种情况下，需要通过政府部门特别是中央政府适当再提高其杠杆率，主动承担起财政政策的逆周期调节职能，增加有效投资，避免由于政府支出缩减所导致的乘数效应进一步拉低经济增长。

#### （四）金融部门继续缩表，杠杆率仍在下降

金融部门杠杆率刻画的是金融部门内部的资产负债关系，是金融部门运行效率的体现。资产方统计口径杠杆率由

2018年末的60.6%下降到58.7%，下降了1.9个百分点。负债方统计口径杠杆率由2018年末的60.9%下降到58.7%，下降了2.2个百分点。资产和负债方两个口径间的缺口已基本消除，金融杠杆率依然在下降，银行表外业务明显收缩。

从银行的角度来看，二季度商业银行总资产同比增速为8.7%，较去年有所回升，但增幅主要来自于银行贷款的上升。银行同业资产占总资产的比例仍然在下降，从20.5%下降到19.6%。在银行表外业务和影子银行收缩的同时，我们认为可以适当放松信贷，尤其是对民营企业、小微企业的支持。在国有企业和地方政府隐性债务结构性去杠杆的同时，增加非国有企业和地方政府显性债务，用银行传统的信贷业务和表内债权配置来形成这部分信用创造更具效率。

人民银行2季度货币政策执行报告强调，要避免因金融去杠杆中所出现的结构性因素对中小银行所产生的紧缩效应，力争在平稳的流动性环境下继续推进金融去杠杆工作。金融去杠杆最终的目的是让金融机构规范自身业务、专注主业、回归本源，更有效地服务实体经济。

### 三、把握好稳杠杆与稳增长间的动态平衡

第一，稳杠杆要处理好分子（债务）与分母（GDP）之间的辩证关系。

上半年杠杆率的变化，可以从分子分母两端及其辩证关系上找到解释。分子端来看，1季度债务增速的确较快，尤其是银行本外币各项贷款余额的增速达到13.27%。名义GDP

增速放缓固然也受到了外部环境的影响，但 2018 年对地方政府隐性债务监管过严也是重要原因之一。这就导致了去杠杆的两难：削减债务容易导致宏观总需求随之下降，从而拉低经济增长，而经济增长下降通过拉低名义 GDP 增速反而抬高了杠杆率。这种困境导致仅仅通过控制债务水平而降杠杆的政策有可能造成拉高杠杆率的结果，这就要求稳杠杆要处理好分子与分母之间的辩证关系。

第二，将重点放在体制、结构与效率上，把握好稳增长与稳杠杆的动态平衡。

2019年上半年，我国宏观杠杆率有一个大幅的攀升，合计升幅达 5.8 个百分点。相对于 2017 年仅上升 3.8 个百分点以及 2018 年下降 0.3 个百分点，当前杠杆率的变化态势发生了一定程度的“逆转”。

全年看，即便下半年仍然严控，杠杆率的升幅也可能会超过 7~8 个百分点。因此，我们认为，对于稳杠杆要有通盘考虑，特别是从提升稳增长助力的角度，需要容忍杠杆率的适度抬升。之前的杠杆率报告多次强调：杠杆之困在于体制之困；我国杠杆率的问题和风险重点不在杠杆率水平而在杠杆率的结构；宏观杠杆率与微观杠杆率的偏离主要在于效率之不足。因此，未来应将重点放在体制、结构与效率上，把握好稳增长与稳杠杆的动态平衡。

第三，突出竞争中立，扭转杠杆率错配的局面。

我国债务收入比和资本收入比均高于几个主要发达国

家，这是生产效率较低的表现。通过对比也发现，我国民营企业和国有企业资产收益率有着天壤之别。过去10年中，国企债务在全部非金融企业中的占比一路攀升，也就是说非金融企业杠杆率的抬升主要源自国企债务的上升。但由于国企生产效率较低，这部分债务并未产生应有的经济绩效。这在杠杆率公式的表现上就是分子比分母以更快的速度上升。因此，需要突出竞争中立，扭转杠杆率错配的局面，将杠杆与效率匹配起来，优化债务资金配置，实现稳增长与稳杠杆的有机统一。

第四，在金融去杠杆和局部“拆弹”过程中应避免造成误伤。

我们注意到，在金融去杠杆和债券清理的过程中，由于风险偏好下降等方面的原因，信用分层问题比较突出，民营企业作为中低等级信用主体，信用利差处于不利的地位。而包商银行事件打破了同存刚兑，由于商业银行尤其是中小银行转嫁负债成本、被动缩表特别是资产端收缩，带来了流动性梗阻，加剧信用分化，民营企业风险溢价进一步上升。因此，在局部“拆弹”的过程中应避免过于激烈和简单粗暴，以防止风险传染并对实体经济造成不必要的误伤。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦 王君 王国刚 王增武 左学金 朱玲  
汤世生 杨涛 连平 吴晓灵 何海峰 何德旭  
余永定 张平 张晓山 张晓晶 张跃文 陈双莲  
范丽君 金碚 周振华 胡志浩 胡岚曦 胡滨  
段雅丽 骆立云 徐义国 殷剑峰 黄国平 曹远征  
阎建军 程炼 彭兴韵 董昀 曾刚 谢芳  
蔡真

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联系人：陈双莲

电子邮箱：[chensl@gzhu.edu.cn](mailto:chensl@gzhu.edu.cn)

联系电话：020-83342383

传真：020-83343700

地址：广州市荔湾区沙面四街1号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）