



NIFD

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

金融专报

2019年第31期 总第31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11月14日

杠杆率上升幅度回调 经济有望企稳 ——2019年三季度中国杠杆率报告

张晓晶 常欣 刘磊

- 从稳增长与防风险的平衡角度出发，需要在调整宏观杠杆率内部结构上发力。其一，考虑到居民杠杆率与房价的密切关系，居民杠杆率仍需保持适度稳定。其二，考虑到企业杠杆率与经济景气周期特别是PPI的关联，企业去杠杆要更有针对性，主要是国企去杠杆，而国企去杠杆主要是僵尸国企和融资平台。其三，政府加杠杆需要相应的制度配合。
- 除了在杠杆率内部结构上做文章，还需要在供给侧结构性

改革方面发力，提振信心，调动各方面积极性。特别是调动民营经济的积极性，放宽市场准入；调整收入分配格局，释放消费潜力；进一步扩大开放，寻求新的全球化红利。

一、总判断：实体经济杠杆率升幅回调

2019年三季度，实体经济部门杠杆率继续保持平稳态势，由二季度末的249.5%升至251.1%，上升了1.6个百分点。前三季度实体经济杠杆率分别上升了5.1、0.7和1.6个百分点，共计7.4个百分点。从稳增长的角度看，这样的升幅并不算高。金融去杠杆速度有所放缓，尤其是从负债方统计的金融杠杆率还略有上升，这也反映出政策面对于稳增长所作出的适应性调整。

前三季度经济增速分别为6.4%，6.2%和6.0%。宏观杠杆率仍需继续发挥助力。不过，仅靠加杠杆是不够的，还要在调整宏观杠杆率内部结构上做文章；同时还需要借助其它力量来稳增长，特别是要加快推进供给侧结构性改革，提振信心，调动各方面积极性。

二、各部门杠杆率情况分析

（一）居民部门杠杆率持续上升

居民部门杠杆率持续上升，同比增速略有下滑。前三季度，居民杠杆率分别增长1.1、1.0和1.0个百分点，从2018年末的53.2%增加到2019年第三季度的56.3%，累计上升了3.1个百分点。2008至2018年，年均增幅3.5个百分点，而从

今年前三季度看，居民杠杆率单季增幅在1个百分点，全年的增幅可能会超过过去十年的平均值。

伴随短期消费贷款增速的持续回落，短期消费贷款同比增速已小于居民贷款。过去几年由于对居民按揭贷款的严格限制，部分按揭贷款需求借道于短期消费贷款，使得其增速一度接近40%。随着监管机构的有效控制以及房地产价格预期的平稳，这一现象得以缓解，短期贷款也回归到正常增速水平。短期消费贷款包含了车贷与大部分信用卡贷款，是消费者购买潜力的最直接反映。当前国际国内复杂多变的经济形势在一定程度上对居民的消费需求和购买欲望有所抑制。消费贷增速放缓将一定程度上拖累整体消费增速。

我国居民杠杆率在全球已处于中等水平，在新兴经济体中更是无出其右。过高的居民杠杆率虽可短期对经济增长产生促进作用，但长期来看，将对消费与投资产生挤出效应，对经济增长的速度与质量都会有所抑制。

在统计的34个城市中，居民杠杆率高于80%的城市有5个，分别为杭州、厦门、温州、海口、深圳。而这些城市房价涨幅一般也比较高。这也说明居民杠杆率与房地产高度相关。居民杠杆率最高的三个省（市）分别为浙江、内蒙古和上海，均高于70%；最低的为山西和青海，均低于30%。需要说明的是，虽然统计主要城市及各省居民杠杆率具有一定意义，也能揭示不同地区居民部门所蕴含的风险，但地区居民杠杆率与全国居民杠杆率并不完全可比。首先，地区GDP

加总与全国 GDP 并不一致。其次，一些地区居民杠杆率过高是由于外地居民购房所致。对于地区居民杠杆率风险的解读要谨慎，不必过于紧张。

（二）非金融企业部门杠杆率略有下降

2019 年前三季度，非金融企业杠杆率上升 2.0 个百分点，从 2018 年末的 153.6% 上升到 155.6%，分别增长 3.3、-1.2 和 -0.1 个百分点。三季度末非金融企业杠杆率与二季度末的水平基本一致。

企业部门去杠杆不可避免地会带来经济周期的波动，最直接的体现就是前者与 PPI 的关联。杠杆率年度增量对于 PPI 同比增速具有明显的先行关系。每当企业杠杆率转向后，PPI 同比一般都会滞后 4 期内出现拐点。由于 2019 年前三季度企业部门杠杆率的跌幅逐渐收窄，我们预期 PPI 的同比增速或将在明年一季度出现拐点，止跌回升。在大部分时间里企业杠杆率会领先 PPI 环比增速约 1 到 2 个季度。由于 2019 年三季度企业杠杆率已基本企稳，我们也预测 PPI 环比增速可能在明年一季度见底回升。

从融资工具结构来看，最显著的变化在于表外融资持续下降。融资工具结构的变化对应着融资结构的进一步改善。首先，中长期贷款具有更高的稳定性，中长期贷款意味着对未来宏观经济稳定的预期以及更为稳定的资金需求。第二，表内的贷款融资有效避免了表外信用的套利行为，同时也有利于降低融资成本。表外融资的下降显示出影子银行资产规

模下降以及真实资金成本的下降。第三，利率市场化改革引入 LPR 贷款定价机制后，整体贷款利率具有下降的趋势，企业融资结构向表内的中长期贷款转移将有利于企业部门进一步降低融资成本。

企业债券融资持续增加，对金融机构具有一定吸引力。在新增企业债券中，城投债比例有所提升，而民营企业占比会有所下降。金融去杠杆对非金融企业融资所产生的结构性扭曲效应依然存在。影子银行的发展虽然存在监管套利、资金空转、成本上升等问题，但客观上也支持了一些传统金融机构所无法覆盖的小微企业融资。一部分资金从传统的银行机构流入影子银行，再以非标融资的形式流入到民营企业和小微企业，虽然资金成本上升了，但也有助于这些企业获得信用支持。而金融去杠杆的一个客观后果是堵塞了这一渠道，从结果上看增加了非金融企业融资中国企和融资平台的占比。我们认为这一困境只能通过金融供给侧改革来解决。首先，要从根本上提升商业银行的投研能力，增强其对小微企业和民营企业的覆盖范围。其次，进一步发展资本市场，增加金融体系资金来源的多元性，降低对传统商业银行的依赖。通过多元化资本市场的发展来对小微企业和民营企业形成支持。

（三）政府杠杆率缓慢上升

政府部门杠杆率上升幅度较缓。前三季度共上升了 2.2 个百分点，从 37.0% 升至 39.2%，每个季度分别增长 0.7、0.8

和0.7个百分点。其中地方政府杠杆率在第三季度增长了0.5个百分点，从22.0%升至22.5%，中央政府杠杆率增长了0.2个百分点，从16.5%升至16.7%。和过去的杠杆率态势相比，今年前三季度政府部门杠杆率的上涨幅度尤为引人注目，这也符合我们关于政府加杠杆的政策预期。

地方政府债务特别是隐性债务一直是一个政策难题：一方面要控制债务增长，另一方面要满足地方政府合理的资金来源。为解决这一对矛盾，需要从更高层面上重塑央地财政关系，具体措施包括：债务方开更多的前门，资产方进一步增加资金使用效率。

首先是适度增加财政赤字和中央政府的杠杆率。我们估算地方政府融资平台每年的利息支出约为3万亿元，而当前地方债务新增额度也为3万亿元左右，明显不足。尤其是在短期内，由于地方隐性债务的还本付息压力较大，既限制了地方政府新增基建投资支出，也增加了城投债务的违约风险。中央政府举债将有助于缓解这一矛盾。中央财政的主权债务评级有利于降低债务成本，且其货币发行主权也有助于降低债务的风险。特别需要强调的是，央行要与财政当局协调配合，以降低中央政府杠杆率增加对资本市场的冲击。用国债来替换地方政府隐性债务会相应增加国债的供给，冲击债券市场的稳定性。这一问题的解决将有赖于央行为国债提供额外的需求，以此来平稳金融体系。而国债始终在央行资产负债表中占比较低。我们认为中央银行可以适当调整货币

发行机制，减少各种“粉”类的货币发行工具，转而将国债形成基础资产。这有利于中央银行重新形成一个类似于外汇占款的货币发行基础。具体的操作机制可以进一步探讨，以防止央行完全被动地为财政赤字货币化买单。形成有效的制度化约束是央行增持国债的重要前提。

其次是进一步盘活政府资产，增加资金使用效率。截至2019年三季度末，我国政府存款规模达到35.7万亿元，其中财政性存款4.9万亿，机关团体存款30.8万亿，共占名义GDP的37.5%。政府存款增速也较快。前三季度政府存款共增长了3.0万亿元，其中财政性存款增长0.8万亿，机关团体存款增长2.2万亿。政府存款增加的规模（3.0万亿元）占政府债务增加规模（4.0万亿元）的一大部分。虽然政府存款以机关团体存款为主，并非中央财政可直接调动，但可以通过加强对预算执行进度的考核等方式来督促这些部分提高资金运用效率。如果能够盘活这部分政府存款，便可以在不直接提高政府杠杆率的情况下增加政府支出，拉动经济增长。

（四）金融部门杠杆率继续回落

金融部门杠杆率刻画的是金融部门内部的资产负债关系。资产方统计口径杠杆率由二季度末的58.7%下降至55.8%，下降了2.9个百分点；负债方口径杠杆率由二季度末的58.7%升至59.4%，上升了0.7个百分点。全年前三个季度，资产方口径杠杆率下降了4.8个百分点，负债方口径

杠杆率下降了 1.5 个百分点。金融去杠杆的速度有所减慢。

金融部门杠杆率自 2016 年末达到峰值后，近几年来降幅明显。由于各项严监管政策，银行表外业务收缩明显，“脱实向虚”基本得到遏制，金融去杠杆成效逐步显现。今年三季度，金融去杠杆的速度放缓，尤其是从负债方统计的金融杠杆率还略有上升，显示金融系统内部拆借活动的增加，也反映出政策面对稳增长所作出的适应性调整。

三、未来杠杆率走势判断与政策建议

分季度看，一季度杠杆率攀升过快，二季度增速收缩得太快，三季度较为温和。一季度报告中，我们强调了杠杆率攀升过快的风险，并指出如果一个季度增幅超过 5 个百分点，全年增幅可能会接近 8 到 10 个百分点。针对二季度杠杆率增速收缩得太快，当季仅上升 0.7 个百分点，我们又呼吁，稳增长的助力可能不够。果然三季度的经济增长不尽如人意，勉强达到 6%。三季度宏观杠杆率上升了 1.6 个百分点，相比二季度，升幅已经回调，未来经济有望企稳。从稳增长的角度，显然不能一味地加杠杆，而需要在调整宏观杠杆率内部结构上发力。

居民杠杆率仍需保持适度稳定。无论是 2008 至 2018 年每年平均 3.5 个百分点的居民杠杆率升幅，还是今年前三季度单季 1 个百分点的增幅，都是比较快的速度。从稳杠杆政策的角度，居民杠杆率升幅仍处在一个相对合理的范围。重要的是，考虑到居民杠杆率与房价的密切关系，居民杠杆率

的稳定也保证了房价的稳定。从另一个角度看，嚷嚷“居民去杠杆”是要不得的，因为这会带来连锁反应。

企业去杠杆要更有针对性。2017年二季度至今的十个季度中，非金融企业杠杆率除了两个季度有所回升（包括今年一季度攀升了3.3个百分点），其余各季度都是下降，由2017年一季度的161.4%下降到今年三季度的155.6%，下降了5.8个百分点，这是去杠杆非常大的成绩。但值得关注的是，到底去了谁的杠杆？主要还是民企，国企债务占比基本处于上升态势，现在已经占到大约六成多。考虑到企业杠杆率与经济景气周期特别是PPI的关联，企业去杠杆要更有针对性。我们认为，企业去杠杆主要是国企去杠杆，而国企去杠杆主要是僵尸国企和融资平台（2015年《新预算法》以后，融资平台债务就从地方政府部门转到了企业部门）。

政府加杠杆需要相应的制度配合。首先，中央政府加杠杆，可能需要容忍赤字率的有所上升，这在年初的预算中就要考虑。其次，中央政府加杠杆意味着增发国债（有专家建议增发“特别国债”），同时要求央行增持国债。这在某种程度上会形成所谓的“财政赤字货币化”。因此，为防止这一情况的出现，需要形成有效的制度化约束。第三，中央政府所加的杠杆主要用于置换地方的隐性债务，这会面临央地之间的博弈。如何设计好相应的机制，也是达成更有效地置换地方隐性债务、减少道德风险的重要方面。

需要强调，从稳增长与防风险的动态平衡角度出发，除

了在杠杆率内部结构上做文章，还需要在供给侧结构性改革方面发力，提振信心，调动各方面积极性。特别是调动民营经济的积极性，放宽市场准入；调整收入分配格局，释放消费潜力；进一步扩大开放，寻求新的全球化红利。

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

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）