



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

金融专报

2019年第11期 总第11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6月11日

重心偏向稳增长，宏观杠杆率再度攀升 ——2019年一季度中国杠杆率报告

张晓晶 常欣 刘磊

- 2019年一季度宏观经济开局良好，但宏观杠杆率也再度大幅攀升。实体经济部门杠杆率由2018年末的243.7%上升至248.8%，增长了5.1个百分点，已达到历史最高水平。其中，非金融企业杠杆率反弹最大，上升了3.3个百分点；居民部门和政府杠杆率的增幅也很明显，分别上升了1.1和0.7个百分点；金融部

门杠杆率继续回落。

- 由价格增速放缓导致的名义 GDP 增速偏低、银行表内贷款提升、地方政府专项债发行前置，以及季节性因素是一季度杠杆率提升的主要原因，杠杆率提升也相应提振了经济增长。
- 在当前所面临内外部不确定性增强（特别是中美贸易战骤然升级）、经济下行压力加大情况下，突出稳增长无疑是正确的选择；但如何保持定力、坚持结构性去杠杆，让稳增长与稳杠杆达到平衡，仍是未来政策面临的严峻挑战。

一、总判断：宏观杠杆率再度攀升，企业杠杆率大幅反弹

总体上看，实体经济部门杠杆率（即宏观杠杆率）在 2019 年一季度有较大幅度的增长，已达历史高点。包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2018 年末的 243.70% 上升至 248.83%，增长了 5.1 个百分点。从结构上来看，非金融企业的杠杆率反弹最大，居民部门和地方政府杠杆率的增幅也很明显，金融部门杠杆率继续回落。

二、各部门杠杆率的风险分析

2019 年一季度总杠杆率上升，主要原因在于非金融企业部门杠杆率的攀升，居民和政府部门的杠杆率小幅上升的趋势并未发生变化。各部门杠杆率呈现以下特点变化：

（一）居民部门杠杆率仍攀升较快

居民杠杆率的上升趋势未改，一季度上升了1.1个百分点，从53.2%升至54.3%。2008-2018年这10年间共上升35.3个百分点，年均增幅3.5个百分点，可见居民杠杆率增速与过去10年历史平均增速基本一致。居民贷款规模达到49.7万亿元，其中中长期消费贷30.5万亿元，占比61%；短期消费贷8.7万亿元，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25.8万亿元，占全部居民贷款的54%。短期消费贷款增速虽然有所下降，但仍然是拉动贷款余额上升的主要动力。居民短期消费贷的风险值得重视。首先，短期消费贷的不良率相对较高。第二，互联网金融持续发展、银行零售业务加快转型等因素都会导致短期消费贷款保持一定的增速，使其高于居民全部贷款增速。第三，新一代消费群体的借贷意愿增强，但还款来源有限。此外，短期贷款尤其是小规模贷款流入房市、股市的情况时有发生，相关风险值得关注。

（二）非金融企业部门杠杆率大幅反弹

非金融企业部门杠杆率出现了非常明显的反弹，从153.6%升至156.9%，仅一个季度就上升了3.3个百分点。从融资工具来看，非金融企业杠杆率上升主要归因于贷款上升，企业从银行获得的贷款余额同比增长17.6%，GDP占比也从98.9%上升至102.1%，是企业部门杠杆率上升的主要原因。

因。信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票等影子银行融资工具规模基本保持稳定。三者总计由2018年末的24.02万亿元微升至24.04万亿元，占GDP的比例由26.7%下降到26.2%。企业债余额从2018年末的20.13万亿元升至20.79万亿元，占GDP比例从22.4%升至22.7%。从融资主体看，国有企业债务仍然占大头。我们的估算表明，**国企债务在非金融企业中的占比进一步提升，从2018年末的66.9%上升至68.2%**。从负债规模的同比增速来看，一季度国企上升了15.0%，而民营为主的工业企业仅上升了5.6%。由此导致国有企业债务占比提升。

（三）地方债发行前置，地方政府杠杆率增幅明显

中央政府杠杆率从2018年末的16.5%下降至16.2%，下降了0.3个百分点；地方政府杠杆率由2018年末的20.4%上升至21.4%，上升了1个百分点；政府总杠杆率从37.0%上升至37.7%，上升了0.7个百分点。一季度地方政府债券发行进度明显前置。当季共发行新增地方政府债券11847亿元，相当于2018年底提前下达的2019年新增地方政府债务限额的85%，也占到“两会”期间确定的2019年全年新增地方政府债务限额的38%；此外，共发行地方政府置换债券2219亿元。一季度地方政府债券合计发行14066亿元，环比大幅增长1.85倍，同比大幅增长4.41倍。一季度城投债发行规模延续2018年四季度以来的增长趋势。城投债存量从

7.7万亿元上升至8.0万亿元，增长了3000亿元规模，环比增长4%。相比来看，2018年全年城投债增长了不到5000亿元。可见稳增长的政策选择对地方政府隐性债务的监管趋于边际放松。在当前我国宏观经济面临下行压力的情况下，我们认为政府部门应进一步发力。一是在负债方，继续推动隐性债务显性化，主要由中央政府发债（相对廉价且长期的资金）来置换当前存量的隐性债务。二是在资产方，进一步盘活政府资金存量，主要是加快财政和机关事业单位存款的流通。

（四）金融部门继续缩表，杠杆率仍在下降

金融部门杠杆率仍在下降，银行表外业务明显收缩。资产方统计口径的金融杠杆率由2018年末的60.64%下降到60.54%，下降了0.1个百分点。负债方统计口径的金融杠杆率由2017年末的60.94%下降到59.42%，下降了1.5个百分点。从银行的角度来看，一季度商业银行总资产同比增速为8.2%，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20.2%，已降至2012年的水平。金融部门去杠杆的主要目的之一是消除监管套利，缩减通道业务，是引导资金脱虚向实的重要手段，需要持续推进。不过，值得强调的是，对影子银行的清理也有一个金融创新与金融风险的权衡问题，不能完全否定影子银行的积极作用。只要依法合规，不管是表内

还是表外，都是金融市场的必要补充。

三、坚持结构性去杠杆，更多从体制上做文章

（一）稳增长与稳杠杆的微妙平衡考验政策定力

一季度的信贷增长是逆周期调节的体现，随着经济企稳，逆周期调节的力度一度出现了边际调整的迹象。但近期宏观经济形势的再度走弱特别是中美贸易摩擦前景急剧生变带来的显著不确定性，趋向中性的政策重新偏向放松，银行间市场资金面再现宽松格局，加杠杆套利模式也卷土重来。政策刺激的来回反复一定程度上也带来杠杆率的起伏波动，从而也扰动了市场对于结构性去杠杆政策的判断和预期，不利于抑制杠杆率攀升防范金融风险的政策目标的实现。因此，要把握二者的稳增长与稳杠杆间的微妙平衡，保持政策定力。

（二）坚持结构性去杠杆

综合来看，虽然政府显性杠杆率和隐性杠杆率都有一定程度上升，基建投资也有所恢复，但幅度都比较有限。当前政府部门杠杆率受限于一般公共预算 2.8% 的赤字率和政府债务限额（一般债务和专项债务），即使加上政府性基金等政府广义财政赤字，政府开支也不足以弥补隐性债务治理所造成的缺口。我们认为在稳增长前提下结构性去杠杆，仍需适度提高中央政府杠杆率，盘活政府资金存量，同时有效控制地方政府债务风险的基本方向，大力发展地方政府债券市

场，继续推进地方政府隐性债务显性化的过程。此外，也还要采用市场化、法治化的方式，继续推进资产证券化来处置地方政府隐性债务。这也是避免所有风险都集聚到政府（财政）部门而进行市场化风险分担的重要方式。

（三）更多从体制上做文章

一季度杠杆率的大幅回升主要是由于企业杠杆率的显著上升。但如果对企业杠杆率进行拆分的话，六成以上（一季度达到68.2%）是国有企业债务；在国有企业债务中，超过五成是融资平台债务。也就是说，在近160%的企业杠杆率中，有很多是与国企、地方政府直接相关的。所以，要遏制债务攀升的势头，关键是处理好国企与地方政府的债务。中央推出从体制机制上抑制国有企业与地方政府加杠杆的举措，对于硬化约束机制、打破刚兑和减弱隐性担保都将起到十分重要的作用，这样的改革努力，不要因为重心偏向稳增长而放弃。

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）