

首席宏观经济学家：任泽平

研究员：马家进

✉ majiajin@evergrande.com

相关研究：

1. 中国如何从金融周期顶部安全撤离？
2018-09-25
2. 去杠杆进入深水区：结构性视角
2018-08-09
3. 中国杠杆周期研究：理论、现状与展望
2018-06-03
4. 中国宏观杠杆率的现状、成因、化解与影响
2018-01-07

导读：

高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源：一方面加剧经济金融风险积累，提高危机爆发可能性，例如美国的房地产泡沫和随后的“次贷危机”；另一方面制约微观主体理性决策，干扰经济正常运行，例如日本“失去的二十年”和背后的“资产负债表衰退”。中央高度重视债务和杠杆风险。

本文旨在全面透视中国宏观杠杆情况，首先细致讨论中国宏观杠杆率的评估问题，其次深入分析总杠杆和分部门杠杆的最新进展、变化原因和未来趋势，最后以微观视角对结构性去杠杆提出建设性建议。

摘要：

1) 宏观杠杆率通常采用宏观经济某部门的债务余额与 GDP 之比来表示，主要包括非金融部门总杠杆率、居民部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率和政府部门杠杆率等四项指标。

中国宏观杠杆率有两大数据来源：一是国际清算银行（BIS），公布了 44 个经济体的季度可比数据，方便国际比较；二是中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS），除公布季度中国宏观杠杆率外，还编制了年度中国国家资产负债表。从时效性和准确性两方面考虑，在分析中国宏观杠杆率时，更推荐使用 CNBS 的数据。

2) 2019 年一季度中国非金融部门总杠杆率为 248.8%，较 2018 年底上升 5.1 个百分点，上升幅度较大。宏观杠杆率大幅上升的原因有二：一是受季节性因素影响，一季度杠杆率环比增速通常较高；二是杠杆趋势发生改变，同比增速出现反弹。

宏观杠杆率 = 债务 / GDP，分子和分母的季节性特征导致宏观杠杆率往往在一季度出现显著的季节性上升。从分子的债务来看，一季度银行贷款额度充足，而且本着“早放贷早收益”的原则，新增贷款全年前高后低。2019 年一季度金融机构贷款余额环比增长 4.3%，非金融部门债务余额环比增长 3.9%，均显著上升。从分母的 GDP 来看，一季度由于春节和 2 月的影响，工作日较少，GDP 显著低于其他季度，仅占全年 GDP 的 21-22%。2019 年一季度名义 GDP 环比下降 15.8%，四个季度滚动加总的环比增速也由 2.4% 下滑至 1.7%。

2019 年一季度中国非金融部门总杠杆率同比增速一反 2016 年年中以来的下降趋势，由 -0.1% 大幅反弹至 1.5%。宏观杠杆趋势逆转的原因有二：一是名义 GDP 增速快速下滑，二是债务上升再次加快。近年来中国经济下行压力增大，实际 GDP 增速逐步放缓，名义 GDP 增速快速下滑。2018 年四季度和 2019 年一季度实际 GDP 增速均为 6.4%，名义 GDP 增速则由 9.2% 下降至 7.8%。2019 年一季度社会融资规模存量同比增速出现反弹，重新回到 10% 以上。政策支持与监管放松推动贷款和非标融资改善，积极的财政政策加力提效，地方债发行前置。非金融部门债务余额同比增速也在供给侧结构性改革以来的持续下滑后再度回升。

随着季节性因素逐渐消退，名义 GDP 与实际 GDP 增速差距缩小，微观主

请务必阅读正文之后免责条款部分

体融资需求疲弱，银行放贷节奏放缓，地方债发行接近限额，宏观杠杆率将趋于稳定，上升幅度缩小。但如果经济下行压力继续增大，政府为维护经济社会稳定而加大逆周期调控力度，积极财政政策下政府部门大幅加杠杆，宽松货币政策下非金融企业部门和居民部门也有举债冲动，宏观杠杆率可能重新回归上升通道，考验政府的决策水平。

3) 2019 年一季度居民部门、非金融企业部门和政府部门杠杆率分别上升 1.1、3.3 和 0.7 个百分点。居民杠杆平稳上升，企业杠杆大幅反弹，政府杠杆有所加快。

2019 年一季度居民部门杠杆率为 54.3%，较 2018 年底上升 1.1 个百分点，保持平稳上升趋势。近年来居民杠杆增速放缓，主要源于个人住房贷款增速显著下降。2016 年“930 新政”全面收紧，中央经济工作会议定调“房住不炒”，房地产市场逐渐降温，居民杠杆过快上升的势头得到初步控制。

中国居民部门杠杆风险总体可控。当前中国居民杠杆距离美日楼市泡沫的高点仍有不小距离，并且依然低于二者在漫长去杠杆历程后的水平。中国居民债务以住房抵押贷款为主，首付比例多在三成以上，2017 年全国住房抵押贷款价值比为 59.3%，中国对房价波动的风险承受能力显著强于危机前的美国。但是应警惕居民杠杆过快上升风险。中国居民部门在 2008 年国际金融危机后经历了三轮快速加杠杆，杠杆水平从新兴市场经济体向发达经济体迅速靠拢，安全空间被快速消耗。居民杠杆的过快上升将带来银行资产恶化、金融风险积聚以及抑制居民消费增长等不良影响。

2019 年一季度非金融企业部门杠杆率为 156.9%，较 2018 年底上升 3.3 个百分点，绝对水平和同比增速均出现大幅反弹。从融资工具来看，非金融企业部门债务增长主要来自于两方面：一是贷款和债券高增；二是非标融资收缩放缓。金融供给侧结构性改革，宽货币向宽信用传导，政策支持下企业贷款和债券在 2019 年一季度出现高增；金融监管放松，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等非标融资下降幅度缩小。从微观杠杆来看，国有企业杠杆率继续下降，民营企业杠杆率被动上升。金融去杠杆流动性收紧，经济下行信用风险暴露，社融增速快速下行，企业融资成本上升。信用收缩背景下市场资金更偏好有政府隐性担保或充足抵押品的国有和大型企业，进一步加剧了民营和小微企业的融资难融资贵问题。内外需疲弱，企业盈利下滑，资产增长速度不及债务负担加重，资产负债率大幅上升。

民营企业的经营困境可能还要超过统计数据的展示。自 2017 年 9 月起，工业企业经营效益指标中的累计同比（官方公布值）与累计值同比（计算值）出现了大幅度偏离。原因有二：一是同比口径，根据幸存的规上工业企业计算同比增速；二是统计数据“挤水分”，加强统计执法检查、剔除跨地区跨行业重复统计、“营改增”后工业企业将内部服务业经营活动剥离。若是后者为主，则公布值应于 2018 年 9 月收敛于计算值。但是尽管偏离确实有所收窄，差距却仍在 25 个百分点以上，甚至二者的符号都不相同。这表明偏离的主因是“幸存者偏差”，有大量企业从规模以上掉到了规模以下，出现经营效益的大规模恶化。然而这种偏离主要发生在私营工业企业，国有及国有控股工业企业并不显著，反映了民营企业和国有企业之间的分化。政府应高度重视和解决民营企业的融资与经营困境。

2019 年一季度政府部门杠杆率为 37.7%，较 2018 年底上升 0.7 个百分点，杠杆增速有所加快。2018 年下半年以来，为对冲经济下行压力，地方政府债券发行力度显著加大。受此影响，基础设施建设投资增速自 2018

年四季度以来触底回升。

中国政府部门显性杠杆率处于较低水平。1994 年分税制改革之后，财权上收，事权下放，中央政府财政状况显著改善，杠杆率一直较低。地方政府显性债务自 2015 年规范管理后，杠杆率亦趋于平稳。但是市场更关注地方政府的隐性债务。在 GDP 锦标赛和预算软约束的激励下，地方政府一直存在举债发展的冲动。在中央严格监管和金融去杠杆的双重作用下，地方政府隐性债务扩张受阻，反映在 2017 年后基建投资增速的快速下滑。

4) 中国宏观杠杆率过高的负面影响正在逐步显现：一是干扰经济正常运行，经济复苏疲弱；二是增加宏观调控难度，削弱政策效果。

过去十年中，非金融企业部门、地方政府和居民部门先后加杠杆，目前杠杆较高，经济再度加杠杆空间有限，金融周期进入下半场。金融周期下行严重压制了库存周期复苏，2009、2012、2016、2019 年的四轮短周期触底反弹越来越弱。

当前中国宏观调控面临两难困境：政策宽松以刺激经济增长，则债务扩张难以控制，宏观杠杆进一步上升，增加经济金融风险；政策紧缩以抑制债务扩张，则经济下行压力增大，经济运行滑出合理区间，造成经济金融不稳定。“去杠杆”和“稳增长”相互冲突。宏观政策效果逐渐减弱，政策传导渠道不畅。地方政府杠杆较高，债务严控下地方官员积极性不高，同时举债空间受限，传统的财政政策难以有效发挥作用。货币政策既要避免“大水漫灌”，又要做到“精准滴灌”，政策制定和执行难度较大，宽货币向宽信用传导不畅，金融服务实体经济能力不强。

宏观调控是总量性政策，无法有效解决结构性问题，结构性去杠杆需从微观视角入手，分类施策，精准发力。微观上的结构优化和有效对冲可以实现宏观上的“去杠杆”和“稳增长”双赢。要分部门、分类型调控杠杆，真正实现结构性去杠杆，促进经济平稳健康发展。

根据微观个体的举债目的与动机以及债务偿付的来源与保证，可以将杠杆分为三种类型：投机性杠杆、消费性杠杆和生产性杠杆。投机性杠杆就是常说的“杠杆交易”，在资本市场中广泛使用，债务偿还依赖于资产价格的持续上涨；消费性杠杆通俗来讲就是“借钱消费”或“提前消费”，主要存在于居民部门，以未来收入偿还债务；生产性杠杆就是企业经营所使用的“财务杠杆”，债务偿付来自于未来的营业收入。

投机性杠杆是最主要的风险来源，需要重点监管和抑制：一是维护房地产市场和资本市场的稳定，防止资产价格暴涨带来的投机炒作，关键在于建立和完善房地产长效机制、高质量发展多层次资本市场体系；二是加强监管、完善制度，严厉打击高风险的杠杆投机行为，压缩监管套利和制度套利的空间。

消费性杠杆有助于增进社会福利，需要妥善支持和引导：一是支持和满足合理的消费性杠杆，例如不要因为去杠杆而误伤居民购房的刚性和改善性需求；二是引导居民理性消费，对首付贷、校园贷等严监管，同时加强金融消费者保护，防止高利贷、金融欺诈和暴力催收等对居民造成伤害；三是政府提高资金使用效率，提供足质足量的公共服务。

生产性杠杆是社会财富的源泉，需要有效调节和优化：一是理清政府和市场之间的关系，减轻政府干预所造成的扭曲，例如国有企业退出一般竞争

性领域，让经营不善、严重亏损的企业破产重组等；二是深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力；三是强化逆周期调节，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，对冲经济下行压力；四是完善产权制度保护，优化营商环境，大力度减税降费，增强企业家信心，激发市场主体活力。

风险提示：中美贸易摩擦升级、货币政策传导不畅、改革不及预期

目录

1 中国宏观杠杆率的准确评估	7
1.1 中国宏观杠杆率数据来源比较	7
1.2 对部分质疑的回答	8
2 总杠杆：一季度季节性上升，同比增速加快	9
2.1 季节性因素导致环比增速上升	9
2.2 杠杆趋势变化下同比增速反弹	10
2.3 政策选择决定未来杠杆趋势	11
3 分部门杠杆：企业杠杆大幅反弹	11
3.1 居民部门：总体风险可控，警惕杠杆过快上升	11
3.2 非金融企业部门：重视和解决民营企业融资与经营困境	12
3.3 政府部门：显性杠杆较低，防控隐性债务增长	14
4 结构性去杠杆：微观视角	16
4.1 高杠杆制约宏观政策空间	16
4.1.1 金融周期压制，库存周期偏弱	16
4.1.2 宏观调控两难，政策效果减弱	17
4.2 微观杠杆的三种类型	17
4.2.1 投机性杠杆	17
4.2.2 消费性杠杆	17
4.2.3 生产性杠杆	18
4.3 分部门、分类型调控杠杆	18
4.3.1 监管和抑制投机性杠杆	18
4.3.2 支持和引导消费性杠杆	18
4.3.3 调节和优化生产性杠杆	19

图表目录

图表 1: 非金融部门和非金融企业部门杠杆率	7
图表 2: 居民部门和政府部门杠杆率	7
图表 3: 国际清算银行 (BIS) 和国家资产负债表研究中心 (CNBS) 中国宏观杠杆率数据比较	8
图表 4: 2019 年一季度宏观杠杆率大幅上升 5.1 个百分点	9
图表 5: 一季度贷款和债务环比增速上升	9
图表 6: 一季度 GDP 当季值和滚动加总环比增速下降	9
图表 7: 2019 年一季度宏观杠杆率同比增速大幅上升	10
图表 8: 名义 GDP 同比增速快速下滑	10
图表 9: 非金融部门债务余额同比增速再度回升	10
图表 10: 当前居民部门杠杆率平稳上升	11
图表 11: 住户贷款和个人住房贷款增速放缓	11
图表 12: 中国居民部门杠杆率快速上升	12
图表 13: 中国居民部门债务收入比仍处于安全区间	12
图表 14: 非金融企业部门杠杆率大幅反弹	13
图表 15: 一季度非金融企业债务融资超预期回升	13
图表 16: 国企杠杆下降, 民企杠杆上升	13
图表 17: 社融增速下降, 融资成本上升	13
图表 18: 私营工业企业利润同比存在大幅偏离	14
图表 19: 国有控股工业企业利润同比偏离不大	14
图表 20: 政府部门杠杆率增速有所加快	14
图表 21: 基础设施建设投资增速触底回升	14
图表 22: 中国政府部门显性杠杆率显著低于发达经济体	15
图表 23: 影子银行资管规模大幅收缩	15
图表 24: 基建投资和非标融资增速快速下滑	15
图表 25: 库存周期在金融周期下半场压制下逐渐走弱	16

高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源：一方面加剧经济金融风险积累，提高危机爆发可能性，例如美国的房地产泡沫和随后的“次贷危机”；另一方面制约微观主体理性决策，干扰经济正常运行，例如日本“失去的二十年”和背后的“资产负债表衰退”。

中央高度重视债务和杠杆风险：2015年12月中央经济工作会议将“去杠杆”作为供给侧结构性改革“三去一降一补”五大任务之一，2017年12月中央政治局会议将“防范化解重大风险”列为之后3年“三大攻坚战”之首，2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“以结构性去杠杆为基本思路”，2019年4月中央政治局会议强调要“坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险”。

本文旨在全面透视中国宏观杠杆情况，首先细致讨论中国宏观杠杆率的评估问题，其次深入分析总杠杆和分部门杠杆的最新进展、变化原因和未来趋势，最后以微观视角对结构性去杠杆提出建设性建议。

1 中国宏观杠杆率的准确评估

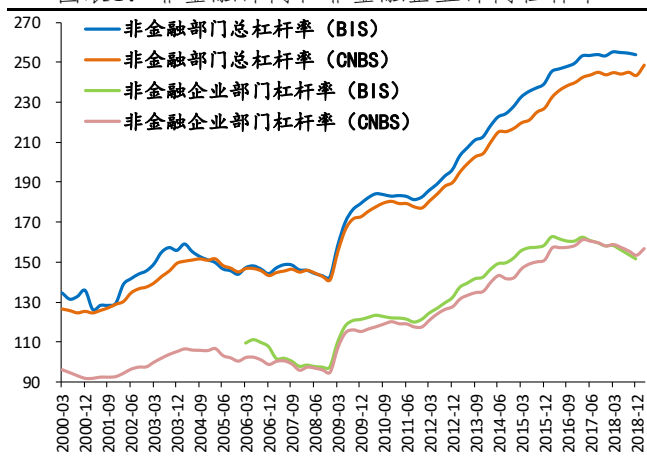
宏观杠杆率通常采用宏观经济某部门的债务余额与GDP之比来表示，是债务存量与收入流量之比，用于衡量债务的可持续性，主要包括非金融部门总杠杆率、居民部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率和政府部门杠杆率等四项指标。

1.1 中国宏观杠杆率数据来源比较

中国宏观杠杆率有两大数据来源：一是国际清算银行（BIS），公布了44个经济体的季度可比数据，方便国际比较；二是中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS），除公布季度中国宏观杠杆率外，还编制了年度中国国家资产负债表。

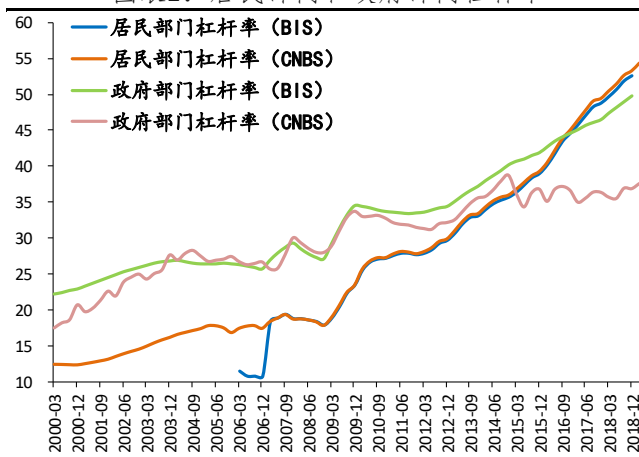
BIS和CNBS公布的中国宏观杠杆率在两方面存在显著差异：一是时效性，BIS一般滞后2个季度，CNBS则仅滞后2个月，后者更为及时；二是准确性，二者在GDP和各部门债务的统计口径上存在不同，BIS对政府部门的隐性债务和部分显性债务进行了重复计算，从而高估了非金融部门总杠杆率、非金融企业部门杠杆率和政府部门杠杆率，相较之下CNBS的处理要更为科学。因此从时效性和准确性两方面考虑，在分析中国宏观杠杆率时，更推荐使用CNBS的数据。

图表1：非金融部门和非金融企业部门杠杆率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：居民部门和政府部门杠杆率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：国际清算银行（BIS）和国家资产负债表研究中心（CNBS）中国宏观杠杆率数据比较

	国际清算银行（BIS）	国家资产负债表研究中心（CNBS）	比较
公布时间	一般滞后2个季度，例如2019年6月4日公布2018年四季度的数据	一般滞后2个月，例如2019年5月28日公布2019年一季度的数据	后者的时效性更强
GDP	季节性调整后的名义GDP四个季度滚动加总	名义GDP四个季度滚动加总	1) 二者差别不大，对非金融部门总杠杆率的影响在-0.4到+0.9个百分点以内，对居民部门和政府部门杠杆率的影响更是基本在±0.1个百分点以内； 2) 对GDP进行季节性调整并不能有效消除宏观杠杆率的季节性
居民部门债务	存款类金融机构本外币信贷收支表中的住户贷款	金融机构本外币信贷收支表中的住户贷款	后者的统计口径更大一些，但差别不大，对居民部门杠杆率的影响在0.7个百分点以内
非金融企业部门债务	非金融企业贷款 + 社会融资规模存量中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券 + BIS International Banking Statistics中的境外贷款	金融机构本外币信贷收支表中的非金融企业及机关团体贷款 + 社会融资规模存量中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券 - 地方政府债务余额中的非政府债券形式存量政府债务 + 境外贷款	1) 前者的非金融企业贷款和境外贷款的统计口径未明确公布，后者的境外贷款为估计值，非金融企业部门外债的准确统计口径应为中国全口径外债情况表中的其他部门：合计 + 直接投资：公司间贷款； 2) 前者在债务统计中未剔除已被纳入政府部门债务的融资平台部分债务（地方政府债务余额中的非政府债券形式存量政府债务），与政府部门债务存在重复
政府部门债务	根据 IMF World Economic Outlook Database 中政府部门债务的年度数据进行线性内插求得季度数据	国债余额 + 地方政府债务余额	1) 后者与中国官方的政府部门债务统计口径基本一致，但是其中的国债余额不够准确，财政部公布的中央政府债务余额更为全面，不过二者差别不大； 2) 前者的数据为估算值，无法反映实时变化，并且包含隐性债务，与非金融企业部门债务存在重复
非金融部门债务	居民部门债务 + 非金融企业部门债务 + 政府部门债务	居民部门债务 + 非金融企业部门债务 + 政府部门债务	二者分部门债务的统计口径存在一些差异，尤其是地方政府的隐性债务和部分显性债务存在重复计算，导致前者的非金融部门总杠杆率高估

资料来源：BIS，CNBS，恒大研究院

1.2 对部分质疑的回答

上述宏观杠杆率的衡量方式通常会受到两方面的质疑。

一是将 GDP 作为分母是否合适，尤其是在计算分部门杠杆率时？在微观中，杠杆常用资产负债率来衡量，但是由于缺乏分部门资产负债表及时准确的数据，债务收入比是一个相对合理的参考指标。在研究分部门杠杆率时，也可将 GDP 替换为分部门的相应收入，或者使用其他指标进行辅助判断。

二是分部门债务统计中存在遗漏低估，主要是居民部门和政府部门。居民部门仅考虑了商业银行等正规金融机构的住户贷款，而未包括住房

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11831

