



联讯证券专题研究

# 深度解析中国杠杆率

2019年04月26日

## 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002  
 电话：010-66235770  
 邮箱：liqilin@lxsec.com

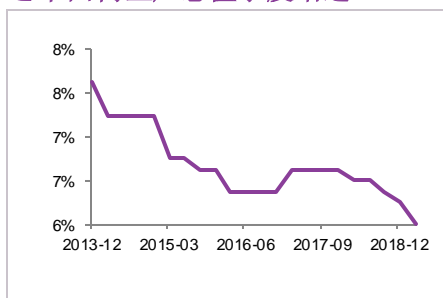
**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001  
 电话：010-66235780  
 邮箱：zhangdeli@lxsec.com

**研究助理：钟林楠**

电话：  
 邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

- 《深度解析非金融企业杠杆》 2019-04-03
- 《社融缘何放量？》 2019-04-12
- 《经济缘何企稳》 2019-04-17
- 《关注增长的预期差》 2019-04-18
- 《物价上涨压力几何？》 2019-04-25

### 深度解析中国杠杆率

财政前置和社融放量，支撑经济在一季度企稳。但这背后以杠杆率上升为代价，据我们测算，今年一季度全社会杠杆率上升了 5%左右。

4月19日召开的政治局会议，重提结构性去杠杆，强调货币政策要松紧适度。结合近期央行就降准两次辟谣，我们认为货币政策最为宽松的时候已经过去，政策目标从短期稳增长向长期防风险切换。

下一阶段，政策和市场对去杠杆的关注度将越来越高。而了解中国非金融部门整体杠杆率以及各部门杠杆率，有助于更好把握去杠杆政策。我们此前分别就居民部门、非金融企业和地方政府的杠杆情况写过深度专题，现将主要观点汇总。

### 风险提示：外部环境恶化，对国内加杠杆稳增长的诉求上升



## 目 录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 一、非金融部门杠杆率国际对比 .....                       | 4  |
| 二、被宏观杠杆率高估的非金融企业债务风险 .....                 | 6  |
| (一) 金融危机后名义 GDP 增速放缓，对杠杆率上升的贡献大于债务增长 ..... | 6  |
| (二) 宏观杠杆率高估了非金融企业的债务风险 .....               | 7  |
| 1、城投公司贡献了非金融企业杠杆率近一半的增幅 .....              | 7  |
| 2、非金融企业资产负债率并未因宏观杠杆率上升而恶化 .....            | 8  |
| 3、从财务指标看非金融企业偿债能力 .....                    | 11 |
| (三) 结论与政策建议 .....                          | 12 |
| 三、需高度重视居民杠杆率快速上升的风险 .....                  | 12 |
| (一) 被居民杠杆率低估的债务风险 .....                    | 12 |
| (二) 居民部门偿债负担国际对比 .....                     | 15 |
| 1、居民部门债务/可支配收入 .....                       | 15 |
| 2、应还债务本息/可支配收入 .....                       | 17 |
| 3、资产负债率 .....                              | 18 |
| (三) 结构视角看居民债务风险 .....                      | 19 |
| 1、被“平均”的偿债压力 .....                         | 19 |
| 2、区域视角看债务风险 .....                          | 20 |
| (四) 结论与政策建议 .....                          | 22 |
| 四、关注地方政府债务的局部风险 .....                      | 23 |
| (一) 隐性债务的规模测算 .....                        | 23 |
| (二) 地方政府的债务负担与压力 .....                     | 23 |
| 1、债务率视角 .....                              | 24 |
| 2、财政可用于偿债的支出角度 .....                       | 27 |
| (三) 结论与政策建议 .....                          | 29 |

## 图表目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 一季度中国非金融部门杠杆率上升了 5%左右 .....                    | 4  |
| 图表 2: 2018 年 3 季度，中国非金融部门杠杆率在 42 个国家和地区中排 17 位 ..... | 5  |
| 图表 3: 2018 年 3 季度中国非金融部门偿债比率在 31 个国家和地区中排 11 位 ..... | 5  |
| 图表 4: 中国非金融企业杠杆率，在主要经济体中靠前 .....                     | 6  |
| 图表 5: 杠杆率、债务与名义 GDP 增速 .....                         | 7  |
| 图表 6: 分阶段的名义 GDP 增速拆解 .....                          | 7  |
| 图表 7: 包含与剔除城投债务的 BIS 口径中国非金融企业杠杆率 .....              | 8  |
| 图表 8: 四个口径的非金融企业资产负债率和杠杆率 .....                      | 8  |
| 图表 9: 非金融企业单位总资产的 GDP 产出 .....                       | 9  |
| 图表 10: 中国与剔除股票和投资基金后的美、日非金融企业资产负债率 .....             | 10 |
| 图表 11: A 股非金融民企和 A 股非金融国企的资产负债率对比 .....              | 10 |
| 图表 12: A 股非金融企业利息保障倍数的 25%、50%和 75%三个分位 .....        | 11 |

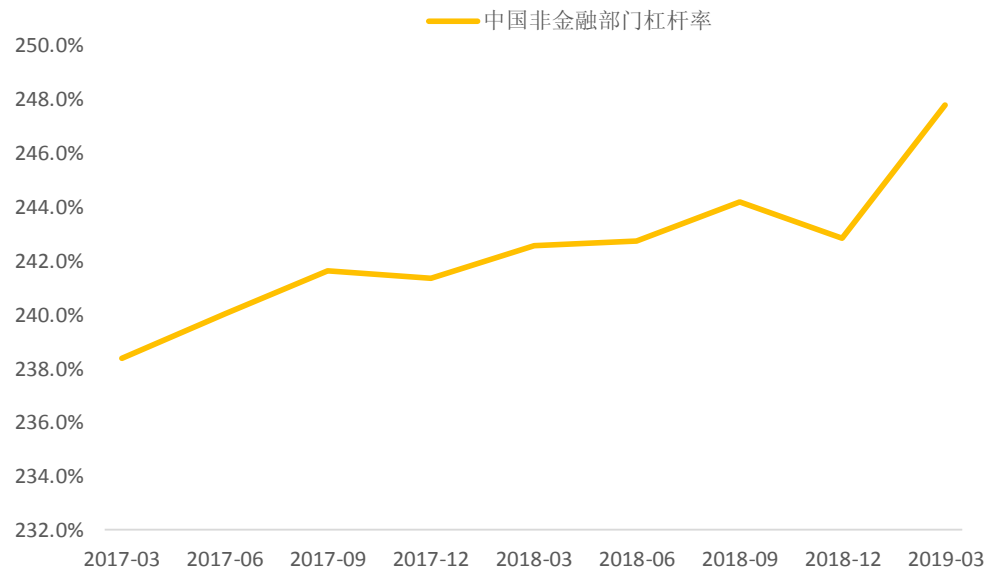


|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 13: A 股非金融企业速动比率 25%、50%和 75%三个分位.....       | 11 |
| 图表 14: 国际经验显示, 居民杠杆率整体随着经济水平发展而提高.....          | 13 |
| 图表 15: 处于相同发展阶段时, 中国居民杠杆率在 30 个国家和地区中排第 9.....  | 13 |
| 图表 16: 2008 年末-2018 年 2 季度, 各国家和地区的居民杠杆率增量..... | 14 |
| 图表 17: 金融危机后, 主要发达国家居民部门去杠杆, 中国居民部门加杠杆.....     | 14 |
| 图表 18: 中国近几年杠杆率增幅, 与美、日危机爆发前的增幅对比.....          | 15 |
| 图表 19: 近几年住户调查口径的人均可支配收入, 只有国民收入核算口径的 70%.....  | 16 |
| 图表 20: 中国与部分发达国家用家庭部门债务/可支配收入衡量的偿债负担.....       | 16 |
| 图表 21: 国际对比看, 中国居民的偿债负担.....                    | 17 |
| 图表 22: 国际对比看, 中国居民部门的还本付息压力.....                | 17 |
| 图表 23: 中美两国的居民部门债务/总资产对比.....                   | 18 |
| 图表 24: 中美两国的居民部门债务/金融资产对比.....                  | 18 |
| 图表 25: 中国城镇家庭与美国家庭的信贷参与率对比.....                 | 19 |
| 图表 26: 近年新购房有负债家庭的债务收入比, 都要高于总量视角下的测算值.....     | 20 |
| 图表 27: 各省市自治区住户贷款/存款.....                       | 20 |
| 图表 28: 部分城市的 2017 年住户贷款/存款, 以及相比于 2015 年增量..... | 21 |
| 图表 29: 近年经济发展水平越低的地区, 住户部门贷款增速越快.....           | 21 |
| 图表 30: 各省级行政区的隐性债务规模呈现中东部高、西部低的特征, 分化较大.....    | 23 |
| 图表 31: 考虑折算系数的地方政府债务一览.....                     | 24 |
| 图表 32: 地方综合财力分项的计算公式.....                       | 25 |
| 图表 33: 各省级行政区的综合财力一览.....                       | 25 |
| 图表 34: 各省级行政区的债务率一览.....                        | 26 |
| 图表 35: 地方一般公共预算支出中的刚性支出比例大概在 78%左右.....         | 27 |
| 图表 36: 各省级行政区的最高隐性债务到期率一览.....                  | 28 |



财政前置和社融放量，支撑经济在一季度企稳。但这背后以杠杆率上升为代价，据我们测算，今年一季度中国非金融部门的杠杆率上升了 5%左右。

图表 1: 一季度中国非金融部门杠杆率上升了 5%左右



资料来源：联讯证券，Wind

4月19日召开的政治局会议，重提结构性去杠杆，强调货币政策要松紧适度。结合近期央行就降准两次辟谣，我们认为货币政策最为宽松的时候已经过去，政策目标从短期稳增长向长期防风险切换。

下一阶段，政策和市场对去杠杆的关注度将越来越高。而了解中国非金融部门整体杠杆率以及分部门杠杆率，有助于更好把握去杠杆政策。我们此前分别就居民部门、非金融企业和地方政府的杠杆情况写过深度专题，现将主要观点汇总，供参考。

## 一、非金融部门杠杆率国际对比

以国际清算银行（BIS）公布的杠杆率和偿债比率为基础，做国际对比。整体来看，中国非金融部门的债务压力，在 BIS 公布收据的国家和地区中，处于中等偏上水平。

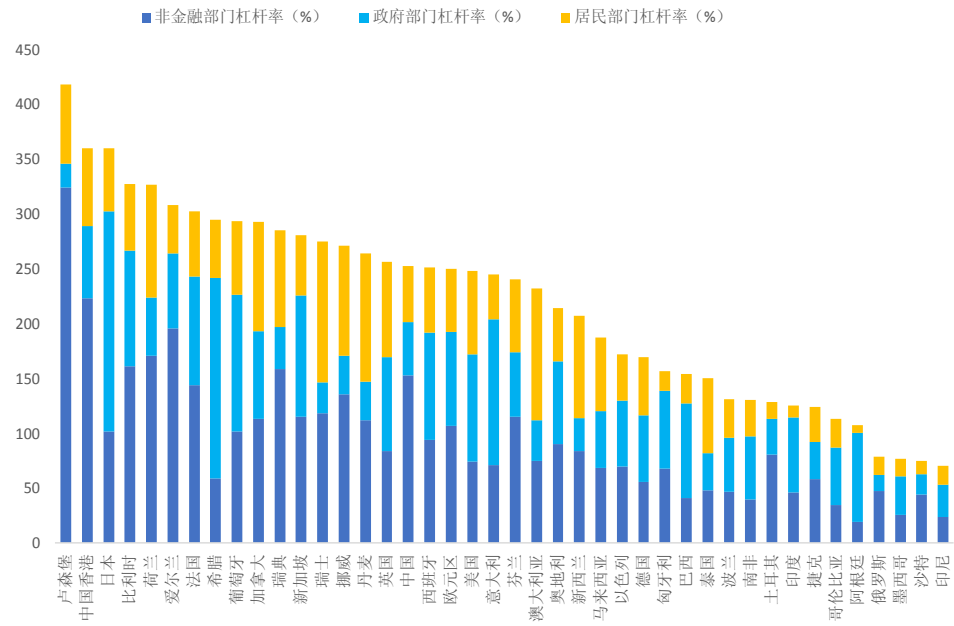
杠杆率方面，BIS 公布了 42 个国家和地区的 2018 年 3 季度总体杠杆率。中国以 252.7%，位列第 17 位。主要经济体中，日本（359.9%）、法国（302.5%）、英国（256.1%）高于中国，美国略低于中国，为 248.3%。

偿债比率方面，即用多少比例的收入来偿还利息与到期债务，2018 年 3 季度中国为 19.3%，在有数据的 31 个国家和地区中位列第 11 位。

排在中国前面的，除土耳其外，都为小型发达经济体。大型经济体中，法国偿债比率 19.0%，与中国最为接近，英国、美国、日本分别为 15.0%、14.7%和 14.2%。新兴市场经济体中，只有土耳其高于中国达到了 27.7%，巴西 16.6%，南非 8.9%，俄罗斯 7.9%，印度 7.3%。

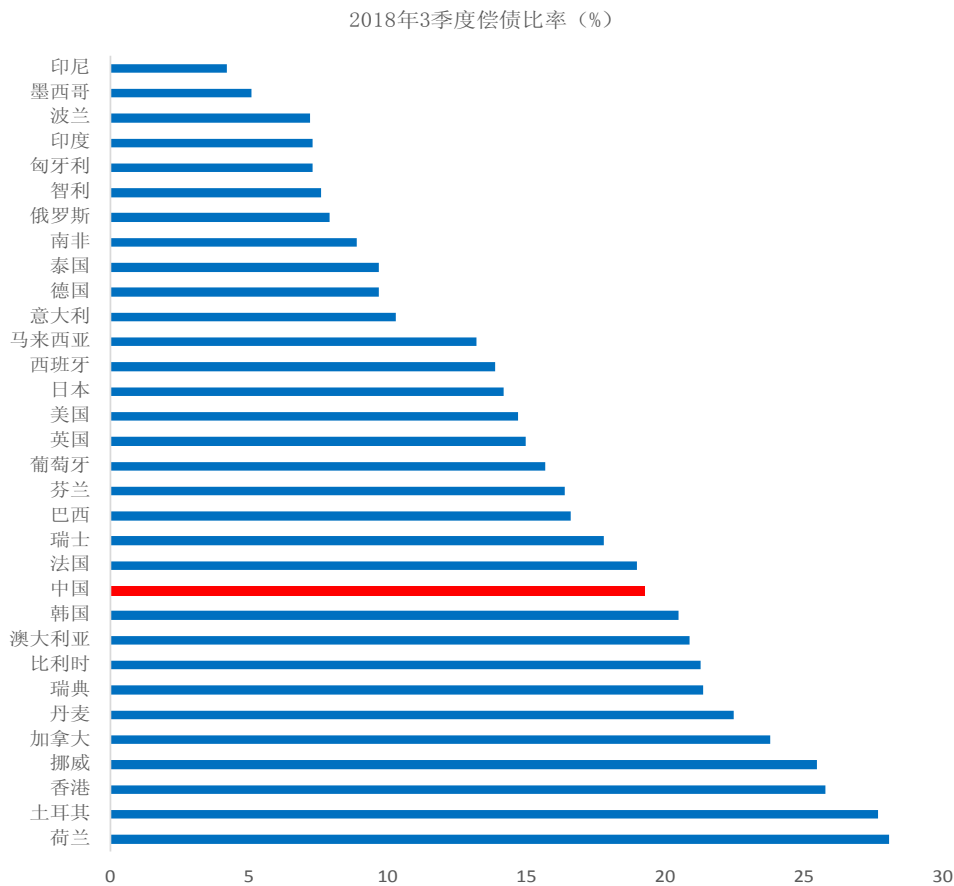


图表 2：2018 年 3 季度，中国非金融部门杠杆率在 42 个国家和地区中排 17 位



资料来源：BIS，联讯证券

图表 3：2018 年 3 季度中国非金融部门偿债比率在 31 个国家和地区中排 11 位



资料来源：BIS，联讯证券



整体来看，中国非金融部门的杠杆风险可控。但从结构视角看，中国的宏观杠杆率，主要集中在非金融企业上，且位于大型经济体的首位，因此 2017 年开始围绕非金融企业去杠杆出台了诸多政策。

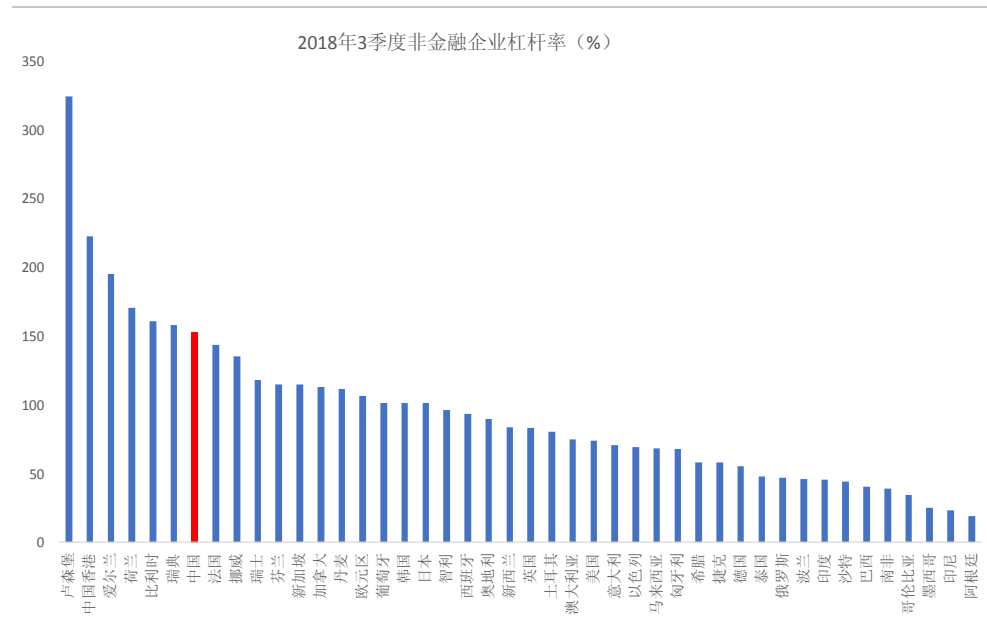
我们认为在非金融企业去杠杆的同时，地方政府和居民部门的债务风险，尤其是居民部门杠杆率快速上升的风险，也需要高度关注。

## 二、被宏观杠杆率高估的非金融企业债务风险

2018 年 3 季度中国非金融企业杠杆率 152.9%，在国际清算银行公布数据的 44 个国家和地区中，位列第 7。

排在中国前面的卢森堡、香港、爱尔兰、荷兰、比利时、瑞典都是小型发达经济体。大型经济体中，除法国（143.6%）与中国略为接近外，其它都要明显低于中国。韩国（101.2%）、日本（101.2%）略超 100%，英国 83.3%，美国 73.9%。新兴市场国家中，俄罗斯、印度、巴西、南非都低于 50%，分别只有 46.9%、45.7%、40.6%和 39.3%。

图表 4：中国非金融企业杠杆率，在主要经济体中靠前



资料来源：BIS，联讯证券

### （一）金融危机后名义 GDP 增速放缓，对杠杆率上升的贡献大于债务增长

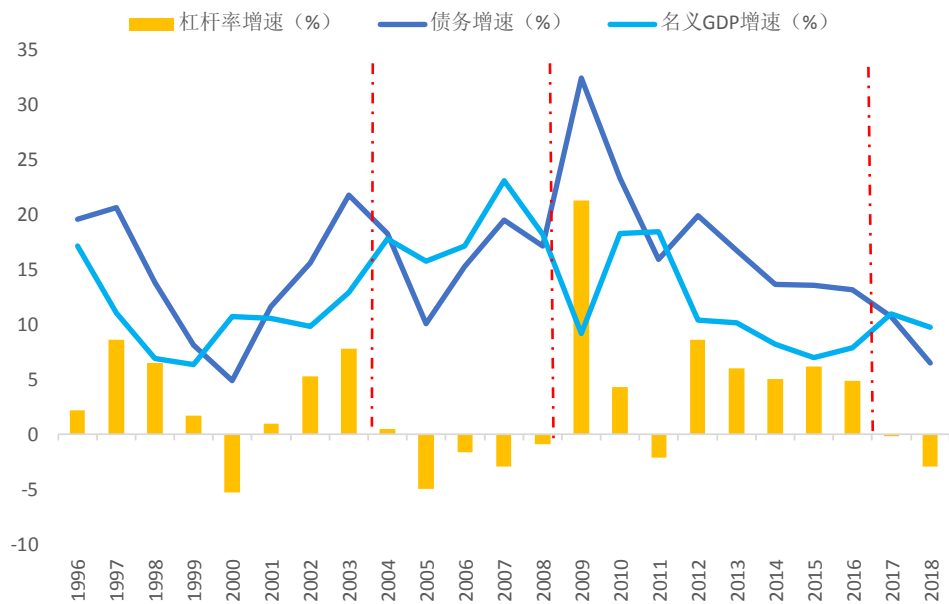
非金融企业杠杆率等于债务除以名义 GDP，杠杆率的变化方向，由债务增速与名义 GDP 增速孰高来决定。如果债务增速更高，那么杠杆率上升，否则杠杆率下降。

2004 年至 2008 年，中国非金融企业杠杆率从 105.5% 下降到 95.2%。2009 年至 2016 年，中国非金融企业杠杆率从 95.2% 上升到 158.5%。对比这两个时期，可以发现杠杆率走势的分化，源于 2009 年至 2016 年名义 GDP 增速较快下降。

尽管后一阶段年均债务增速只比前一阶段提高了 2.4 个百分点，从 16.0% 上升到 18.4%，但由于年均名义 GDP 增速从 18.4% 下降到 11.4%，导致两个阶段出现截然不同的结果：2003 年到 2008 年以年均 2.0% 的速度去杠杆，而 2009 年到 2016 年以 6.6% 的年化速度加杠杆。



图表 5：杠杆率、债务与名义 GDP 增速



资料来源：Wind，联讯证券

进一步将名义 GDP 增速拆分为实际 GDP 增速和 GDP 平减指数，可发现 2009—2016 年，物价对名义 GDP 增速有比较明显的拖累。相比于前一阶段，实际 GDP 增速下降了 3.3 个百分点，而 GDP 平减指数降幅达到 3.7 个百分点。这与 2011 年产能过剩矛盾凸显后，工业品价格持续下跌有关。

图表 6：分阶段的名义 GDP 增速拆解

|           | 年均名义 GDP 增速 (%) | 年均实际 GDP 增速 (%) | 年均 GDP 平减指数 (%) |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1996-2003 | 10.6            | 8.8             | 1.8             |
| 2004-2008 | 18.4            | 11.6            | 6.8             |
| 2009-2016 | 11.4            | 8.3             | 3.1             |
| 2017-2018 | 10.3            | 6.7             | 3.6             |

资料来源：Wind，联讯证券

## （二）宏观杠杆率高估了非金融企业的债务风险

### 1、城投公司贡献了非金融企业杠杆率近一半的增幅

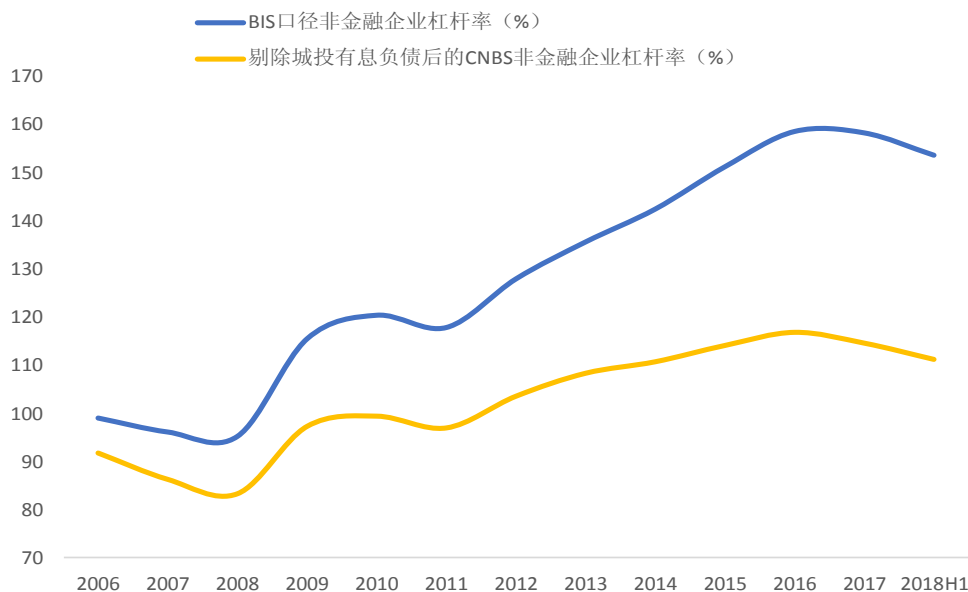
国际清算银行和社科院国家资产负债表研究中心两个机构在统计中国非金融企业债务时，都把城投债务包括了进去。考虑到目前地方政府和城投公司在业务、财务上的关系并未完全剥离，金融机构对地方政府将兜底城投债务依然有较强预期，剔除城投债务后的非金融企业杠杆率，更能客观反映非金融企业的实际债务压力。

剔除城投债务后的非金融企业杠杆率，从 2008 年的 83.2% 上升到 2016 年年末的高点 116.8%，增幅为 33.7 个百分点。同期非金融企业整体杠杆率增幅为 63.3%，即 2009 年初到 2016 年，中国非金融企业杠杆率增幅中，近一半是由城投贡献的。





图表 7：包含与剔除城投债务的 BIS 口径中国非金融企业杠杆率



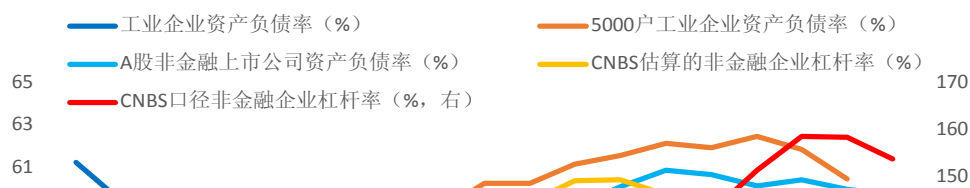
资料来源：Wind，联讯证券

## 2、非金融企业资产负债率并未因宏观杠杆率上升而恶化

债务余额/GDP 衡量的是宏观杠杆率，与之相对的，则是用资产负债率表征的微观杠杆率。

选择四个口径的资产负债率，一是社科院国家资产负债表研究中心估算的全国非金融企业资产负债率，二是国家统计局公布的规模以上工业企业资产负债率，三是中国人民银行公布的 5000 户工业企业资产负债率，四是 A 股非金融上市公司的资产负债率。

图表 8：四个口径的非金融企业资产负债率和杠杆率



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\\_12916](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12916)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn