

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：周景彤 梁婧 王梅婷
中国银行研究院
电话：010 - 6659 1591

签发人：陈卫东
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

- * 对外公开
- ** 全辖传阅
- *** 内参材料

疫情下中国宏观杠杆率的新变化、 风险与应对策略*

2020 年在新冠疫情冲击下，逆周期调控政策推动宏观杠杆率快速攀升，表明自 2015 年起的去杠杆进程告一段落。与 2008-2014 年加杠杆阶段相比，2020 年各部门加杠杆的结构、渠道、期限出现新变化。非金融企业部门加杠杆的主体发生变化，国企杠杆率趋于下降，私营企业负债快速增加。“房住不炒”下居民平稳加杠杆，贷款增速有所回落。政府部门对宏观杠杆率增幅贡献率上升，中央政府承担支出责任的主动性提高，地方政府市场化融资水平提升。总的来看，宏观杠杆率快速上升缓冲了疫情负面影响，促进金融服务实体经济，但也提高企业、居民债务风险，加重地方财政收支平衡压力。当前，要处理好稳增长和防风险的关系，稳定宏观杠杆率，有序处置各部门债务风险，健全多层次资本市场，提高直接融资占比。

疫情下中国宏观杠杆率的新变化、风险与应对策略

近年来，中国宏观杠杆率是否存在“危险”备受社会各界关注。2015 年面对企业产能过剩、债务负担沉重、房地产高库存等问题，政府提出“三去一降一补”，重点降低企业杠杆率。截至 2019 年末宏观杠杆率降至 245.4%，但受 2020 年疫情暴发和逆周期调控政策影响，宏观杠杆率迅猛攀升 24.6 个百分点，创 2009 年以来最大增幅，稳杠杆、防风险再次成为社会关注焦点。此次杠杆率上升较 2008–2014 年出现哪些新变化，如何看待此次杠杆率的上升，值得研究。

一、疫情后宏观杠杆率迅速上升，非金融企业杠杆率增长突出

宏观杠杆率是经济某部门的总债务占 GDP 的比重，是债务存量与收入流量之比，用来衡量债务可持续性。国际清算银行（BIS）和中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS）均根据此定义测算宏观杠杆率。对比两者测算方法（表 1）发现，BIS 在测算非金融企业债务和政府债务中存在重复计算，一定程度高估了政府杠杆率，而 CNBS 剔除了实体经济债务重复计算部分，杠杆率数据更精确。本文参考 CNBS 债务计算范围测算了 2019–2020 年宏观杠杆率（图 1），测算值略低于 CNBS 杠杆率，但两者变动趋势一致，不同部门杠杆率增幅差异较小，表明测算结果较为可靠。

表 1：CNBS 和 BIS 宏观杠杆率测算方法对比

债务类型	CNBS 测算方法	BIS 测算方法
非金融企业债务	企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台债务。	非金融企业国内银行债务、国外银行债务、国内非银行金融机构债务。
政府债务	中央政府债务为国债余额；地方政府债务为地方债和地方政府其他债务。2018 年前包含一部分融资平台债务，与非金融企业债务重合部分已剔除。	包括政府显性债务和隐性债务，主要为融资平台债务、政府引导基金类债务、PPP 债务等。
居民部门债务	居民银行贷款，包括消费贷款和经营贷款。	可吸收存款的商业银行类金融机构对居民的债权。

资料来源：CNBS，BIS，中国银行研究院

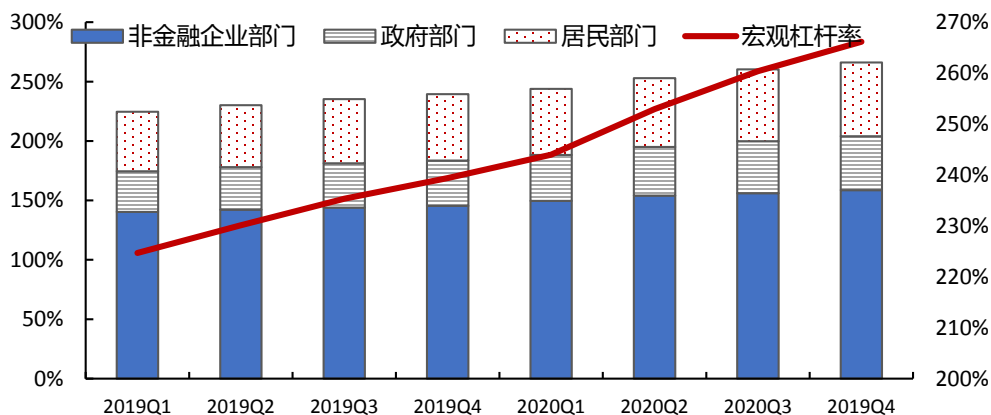
表 2：本文杠杆率测算数据及来源

测算指标	数据指标范围
非金融企业债务	非金融企业及机关团体贷款余额，以及外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券的余额。
政府债务	中央政府财政债务余额，包括内债和外债余额。其中，地方债余额包括一般债务和专项债务，涵盖政府债券、非政府债券形式的存量政府债务。
居民债务	住户部门贷款，分为短期贷款和中长期贷款，下分短期消费贷、短期经营贷；中长期消费贷、中长期经营贷。
名义 GDP	以季度 GDP 为基准，2020 年采用名义 GDP 进行计算，2019 年以实际 GDP 进行计算。

资料来源：中国银行研究院

据测算结果，2020 年中国宏观杠杆率大幅上升。其中，非金融企业杠杆率上升幅度最大，达 13.1 个百分点；政府部门杠杆率增幅次之，达 7.2 个百分点；居民部门增幅最低，达 6.3 个百分点¹。同时，杠杆率增幅逐季放缓，主要由于疫情初期 GDP 增速大幅下滑，杠杆率分母端变小，而宽松信贷环境下杠杆率分子端债务大规模增加，迅速推升杠杆率。随着疫情受控、复工复产推动经济修复，信贷增长有所放缓、GDP 增速回稳向好，杠杆率增幅逐渐放缓。

图 1：宏观杠杆率测算值



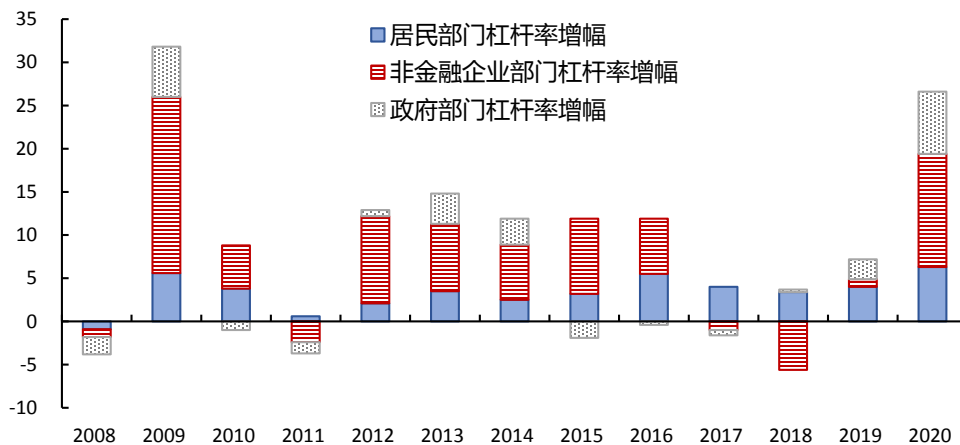
资料来源：Wind，中国银行研究院

¹ 注：CNBS 杠杆率数据显示，2019 年至 2020 年，非金融企业、政府部门、居民部门杠杆率增幅分别为 11、7.3、6.4 个百分，与本文测算值差别较小。

二、疫情后宏观杠杆率的新变化与影响因素

整体上，与2008-2014年加杠杆阶段相比，2020年非金融企业部门仍是杠杆率增幅最大的部门，但增幅低于2009年；政府和居民部门杠杆率增幅均高于2008-2014年阶段。具体来看，与2008-2014年加杠杆阶段相比，2020年各部门加杠杆的结构、渠道、期限出现新变化。

图2：2008-2020年各部门杠杆率增幅(%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

（一）国企杠杆率趋于下降，私营企业杠杆率快速上升

其一，非金融部门加杠杆主体发生变化，国企加杠杆较为克制，私营企业杠杆率快速上升。2008-2014年，国有企业是加杠杆主体，其资产负债率上升约1.8个百分点，而私营企业负债率呈同步下降趋势（图3）。相比之下，2020年国有企业资产负债率趋于下降，私营企业债务快速增加。2020年前三季度，国有企业资产负债率下降0.62个百分点，私营企业资产负债率上升0.86个百分点，其中，民营企业、小微企业加杠杆尤其突出，其贷款规模分别增长14%和30.9%。

加杠杆主体变化主要由于国企和私营企业处于不同债务周期。2008年国企和私营企业负债率均在59%左右（图3），但由于2008-2014年金融危机冲击、宏观经济增速趋于下行和优质投资机会不足，私营企业投资增速不断下降，而国企进行逆周期加杠

杆，发挥扩大投资、稳定经济增长的主体作用。随着 2015 年后去库存、去杠杆，私营企业负债率在 2017 年降至 51% 左右，而国有企业负债率约 61%，降幅有限。2017 年后，国资委加快推进国企降杠杆，要求国企平均资产负债率到 2020 年末比 2017 年末降低 2 个百分点左右，2020 年国企杠杆率有所下降。综合来看，2020 年私营企业处于维持生存、扩大投资的债务上升周期，而国企处于降杠杆关键时期，带来加杠杆主体结构出现新变化。

图 3：2001-2020 年国有企业、私营企业负债率（%）



资料来源：Wind，华创证券，中国银行研究院

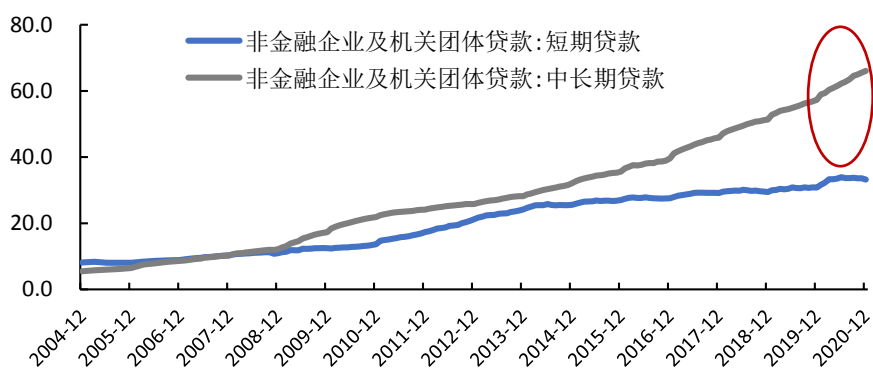
其二，2008-2014 年企业债务短期化趋势明显，而 2020 年企业债务期限长期化特点突出。2008-2014 年企业中长期贷款增速先快后慢，短期贷款增长不断加快并趋近中长期贷款规模（图 4），企业债务融资短期化不断凸显。相比之下，2020 年非金融企业贷款呈长期化趋势，全年企业中长期贷款、短期贷款分别同比增长 13.4% 和 8.9%，两者规模差距进一步拉大。

债务期限出现新变化主要在于，实体经济发展情况和信贷支持政策着力点不同。2008-2014 年金融机构贷款短期化，一是由于金融危机冲击、产能过剩和经济增速趋于回落，实体企业投资增速降低，企业中长期贷款需求下降。二是房地产、地方融资平台借贷受限后转向银行表外借贷，带动票据融资等短期借贷快速增长。三是政府限制金融机构向房地产、融资平台放贷也带来中小企业融资需求补位，加之监管部门推动对小微企业放贷²，带来银行短期贷款增加。对比之下，2020 年企业借贷长期化主

² 注：2012 年 1 月，银监会监管工作会指出，督促商业银行完善优化信贷结构的体制机制，积极

要由于，一是逆周期调控政策引导和支持制造业中长期贷款增加。2020 年政府采取“有扶有控”的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略新兴产业等，提高中长期贷款占比，带动 2020 年前 10 个月制造业中长期贷款同比增长 33.1%，其中，高技术制造业中长期贷款增长 47.9%。二是疫情下经济快速修复，2020 年下半年工业企业利润增速转正、PPI 跌幅不断收窄、PMI 持续回升，企业生产、投资积极性较高。三是监管部门加强资金流向监测，严厉打击资金空转和违规套利，有助于遏制企业通过短期借贷投机获利。

图 4：非金融企业贷款结构及规模(万亿元)



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）“房住不炒”下居民部门平稳加杠杆，贷款增速有所回落

2020 年居民杠杆率上升 6.3 个百分点，对宏观杠杆率上升的贡献率为 25.6%，较 2009 年提高 8.2 个百分点。分结构看，以下两点值得关注。

其一，“房住不炒”和逆周期调控下，居民加杠杆增速放缓。在 2008 年“四万亿”、房地产刺激政策和宽松信贷环境下，2009 年居民杠杆率快速上升，居民贷款增

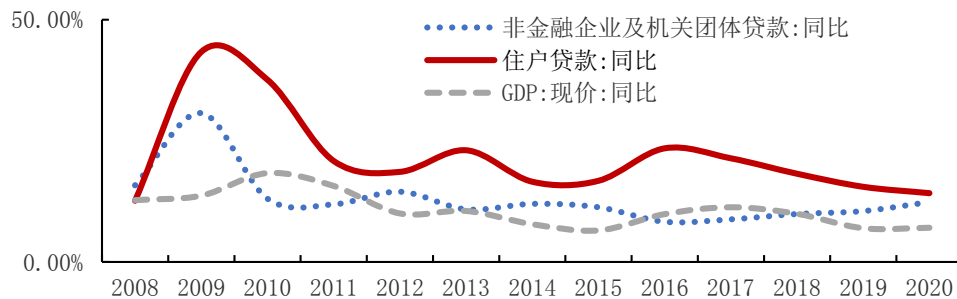
推进关于小微企业的机构准入、存贷比考核、资本计量、不良贷款容忍度等方面的差异化监管政策“落地”。

2013 年 4 月银监会发布《关于深化小微企业金融服务的意见》，规范小微企业金融服务收费，严禁在发放贷款时附加不合理的贷款条件。

2014 年 7 月，为缓解企业融资成本高企问题，银监会印发《中国银监会关于完善和创新小微企业贷款服务 提高小微企业金融服务水平的通知》。

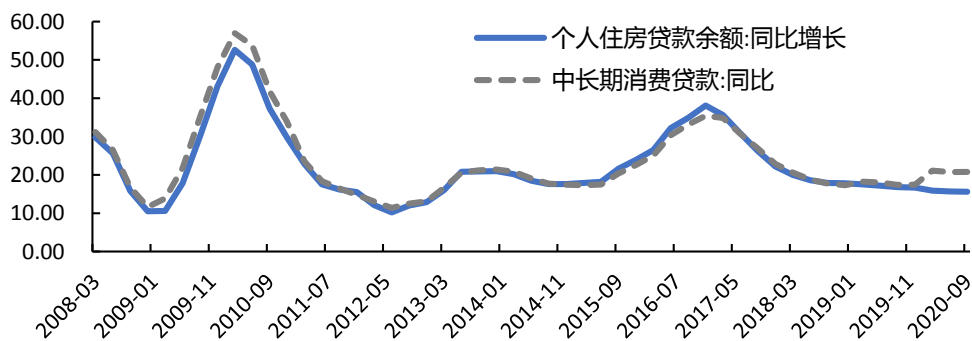
速远高于同期非金融企业贷款增速和 GDP 增速（图 5）。尤其是个人住房贷款快速增长，2009 年房贷同比增长 49%，带动房价大幅上涨和购房投机增加，进一步推升居民杠杆率。相比之下，2020 年疫情冲击和逆周期调控政策下，居民部门贷款增速和房贷增速均小幅回落，与非金融企业贷款增速、GDP 增速的差距明显缩小。虽然 2020 年中长期消费贷增速上升 3.6 个百分点，但增幅明显低于 2009 年、2013 年（图 6）。

图 5：非金融企业贷款、居民贷款和 GDP 同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：个人住房贷款和居民中长期消费贷同比增速（%）



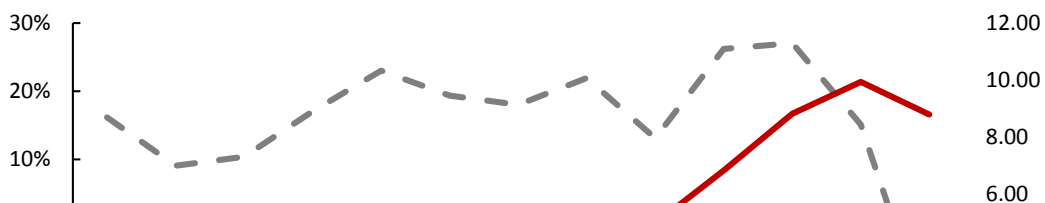
资料来源：Wind，中国银行研究院

这种新变化主要在于，房地产调控政策转向“房住不炒”。依靠刺激房地产难以拉动经济持续增长，2008 年刺激房地产是政府面临经济下行困境的无奈选择，不利于经济长期可持续发展。2020 年疫情下，政府坚持“房住不炒”基调，不以房地产作为短期经济刺激手段。

其二，短期消费贷对居民杠杆率的影响由正转负。2008-2014年短期消费贷占居民贷款比重从6.2%上升到14.1%，对居民加杠杆的贡献率³快速上升（图7）。相比之下，2020年短期消费贷规模萎缩1.15万亿元，对居民杠杆率上升的贡献率从2019年的15.1%降至-14.6%，直接带来居民贷款同比增速回落。

这一变化主要在于疫情冲击居民收入和监管政策趋严。一是疫情严重冲击就业和收入，居民消费快速下降。2020年全国城镇调查失业率从2019年末5.2%上升到2020年2月的6.2%，后逐步回落至11月的5.2%，全年失业率平均5.6%。居民消费增速大幅下滑，全年城镇人均消费支出下降6%，居民短期消费贷大幅萎缩1.15万亿元，拉低居民贷款增速。相比之下，2008-2014年城镇登记失业率最高为2009年的4.3%，城镇人均消费支出增速最低为2013年的5.3%。二是短期消费贷监管政策趋严。短期消费贷伴随互联网金融快速发展，发展初期监管环境较为宽松，居民短期消费贷余额从2007年的0.31万亿增至2014年的3.26万亿元。2016-2017年其规模进一步加快增长，不少消费贷用于购房和炒股，政府加大了对消费贷的监管，严查消费贷违规流入房市、股市，抑制居民杠杆率过快上升。2018年后居民短期消费贷增速出现下降势头，加之2020年疫情冲击，短期消费贷大幅萎缩，对居民杠杆率上升的贡献率降为负值。

图7：非金融企业贷款、居民贷款和GDP同比增速



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_17827

