

专题研究

2021年5月17日

联络人

政策稳杠杆叠加经济修复，杠杆率增幅收窄 ——2021年一季度宏观债务风险监测

中诚信国际
宏观经济

作者

研究院 宏观金融研究部
袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn
王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn
李路易 010-66428877-511
lyli01@ccxi.com.cn
汪苑晖 010-66288847-281
yhwang@ccxi.com.cn
曾淑桂 shgzeng@ccxi.com.cn

相关报告：

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品，2021年4月29日；
经济运行积极因素增多，避险资产难有趋势性走势，2020年3月26日；
2021年中国宏观杠杆率如何看？2021年2月1日；
放眼2021：中国经济修复的挑战与对策，2021年1月19日；
经济修复稳中有进，黄金债券短期难有趋势性走势，2020年12月23日；
风险释放加快经济修复或“筑顶”，政策稳中求进关注风险资产结构性机会，2020年11月24日；
经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020年10月29日；
经济修复持续挑战仍存，商品股票机会或好于债券，2020年9月28日。

概述

- **经济修复叠加信用边际调整，非金融部门及金融部门杠杆率增幅均收窄**
- **非金融部门总债务增长放缓，杠杆率增幅收窄。**一季度，全国非金融部门总债务为312.76亿元，同比增长11.06%，增速较上年底回落1.14个百分点。从债务结构来看，企业部门债务占比连续12个月下降，居民部门债务占比小幅回升，政府部门债务占比小幅回落。从杠杆率来看，债务增长放缓叠加经济修复，非金融部门杠杆率增幅明显收窄，截至3月底，非金融部门总杠杆率为300.48%，较上年底上升1.55个百分点。
- **金融部门杠杆率虽然较上年底小幅回升，但不改平稳波动趋势。**一季度金融部门债务为67.55万亿元，同比增速为9.79%，增速较上年底加快2.67个百分点。从杠杆率来看，金融部门杠杆率为64.90%，较去年底回升0.55个百分点。
- **非金融部门债务结构解析：各部门杠杆率走势分化，风险关注点各有不同**
- **非金融企业部门杠杆率由降转升，仍需警惕民营企业资产负债率攀升。**截至2021年3月底，非金融企业债务为189.64万亿元，同比增长7.49%，增速较2020年底回落1.76个百分点。从内部结构来看，企业贷款占比进一步上升，存量信用债、非标融资占比回落。从杠杆率来看，非金融企业部门杠杆率较去年底小幅上升1.26个百分点至182.19%。分所有制来看，民营企业杠杆率有被动攀升的风险。
- **居民部门杠杆率增幅虽有收窄，但杠杆率屡创新高，仍需警惕地产价格上涨推升居民部门杠杆率对消费带来的挤出。**截至2021年3月底，居民总债务为71.90万亿元，较2020年底增长2.56万亿元，同比增速为15.74%，较去年底回落1.92个百分点；杠杆率较去年底上升0.83个百分点，同比增长1.05%。
- **专项债发行进度较慢，仅含显性债务的政府部门杠杆率有所回落，需关注隐性债务风险。**截至2021年3月底，政府部门债务51.22万亿元，同比增长为18.51%，较去年底回落3.23个百分点。从杠杆率来看，政府部门杠杆率较去年底回落0.54个百分点，为49.21%。含隐性债务的政府部门债务同比增速虽然较去年底有所回落，但考虑隐性债务的政府部门杠杆率仍然远高于考虑显性债务的水平。
- **经济修复叠加政策稳杠杆，宏观杠杆率将保持稳定**
- **经济修复及政策稳杠杆背景下，年内宏观杠杆率有望保持稳定。**在宏观经济增长压力较小的背景下，未来宏观杠杆率快速上升的势头将有所遏制，宏观杠杆率将保持稳定。
- **非金融企业杠杆率或保持稳定。**在经济总量做大以及信用略有收紧的背景下，非金融企业杠杆率或将保持稳定。
- **居民部门杠杆率增幅有望收窄。**房地产市场再度升温，部分城市出台调控政策并严查违规贷款流入房市，随着调控政策效果显现，居民部门杠杆率增幅或将收窄。
- **政府部门降杠杆背景下，仅考虑显性债务的杠杆率仍将攀升，但隐性债务增长或有望放缓。**政府部门杠杆率将在结构上有所调整，压缩并转移部分隐性债务至显性债务中，政府部门显性杠杆率或将延续上升趋势，不过政府部门隐性债务增长将显著放缓。

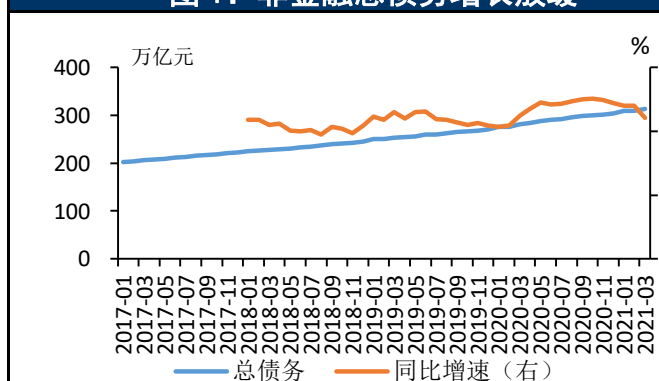
一、经济修复叠加信用边际调整，非金融部门及金融部门杠杆率增幅均收窄

今年一季度，中国经济修复态势未改，在低基数影响下 GDP 同比增速高达 18.3%。随着经济的逐步修复，宏观政策在整体保持连续性、稳定性、可持续性的基调下，延续 2020 年下半年以来向常态化回归的基调。规模型财政政策虽然略有收缩，新增专项债额度小幅下降 0.1 万亿元，特别国债不再发行，但整体积极基调未改，继续呵护微观主体；货币政策维持稳健基调同时继续从“宽货币”向“稳货币”转变，信用边际上略有收缩，新增社融总量稳中有降。经济持续修复下作为宏观杠杆率分母的 GDP 有所改善，信用边际收紧债务增速有所放缓——分子分母的这种分化走势带动一季度非金融部门杠杆率增幅出现明显收窄。与此同时，受金融债发行及非标存款增加影响，金融部门杠杆率增幅虽略有走阔，但在货币政策边际调整背景下，金融扩张也受到一定制约，增幅同样较上年四季度出现收窄。

（一）非金融部门总债务增长边际放缓，杠杆率增幅收窄

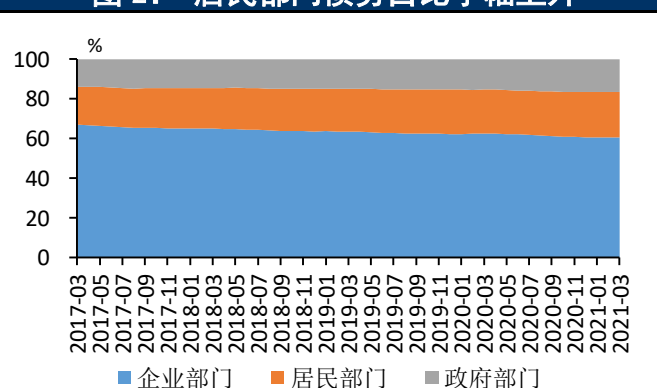
非金融部门总债务增速回落。一季度，非金融部门总债务较上年底增加 9.06 万亿元，达到 312.76 亿元；同比增长 11.06%，增速较上年底回落 1.14 个百分点。从月度走势来看，1-2 月份，在春节因素扰动下非金融部门总债务增长较为平缓，3 月份在高基数效应以及货币政策延续稳健中性基调的背景下，非金融部门杠杆率同比增速放缓，较 2 月份降低 0.93 个百分点。从债务结构来看，企业部门生产经营面临的压力较大，加杠杆能力受到制约，企业部门债务占比连续 12 个月下降，较 2020 年底回落 0.10 个百分点，为 60.63%；一季度部分城市房地产市场出现回暖势头，地产成交加快，部分区域价格上涨明显，带动以房贷为主的居民部门债务占比小幅上升，较 2020 年底攀升 0.16 个百分点，为 22.99%；受一季度专项债发行进度较慢影响，政府部门债务占比较 2020 年底回落 0.16 个百分点，为 16.38%。

图 1：非金融总债务增长放缓



数据来源：中诚信国际整理

图 2：居民部门债务占比小幅上升

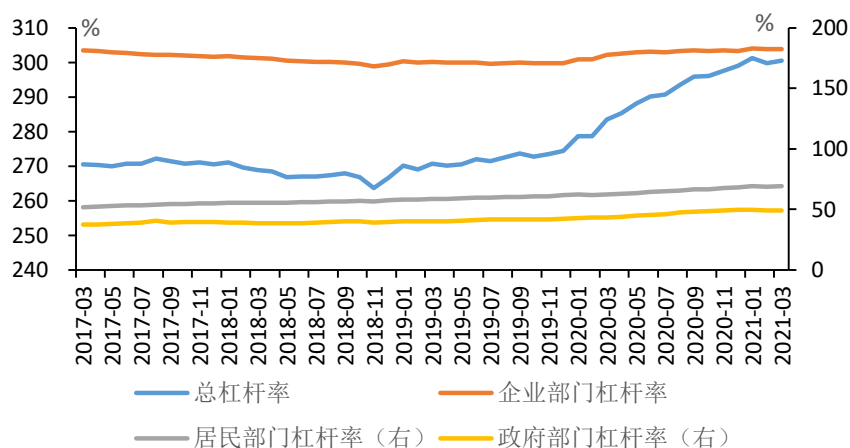


数据来源：中诚信国际整理

非金融部门杠杆率增幅明显收窄。随着稳杠杆下非金融部门债务增长放缓和经济持续修复，杠杆率增幅继续收窄。截至 3 月底，非金融部门总杠杆率为 300.48%，较上年底上升 1.55 个百分点，增幅较上年四季度收窄 1.55 个百分点。从月度走势来看，1-3 月的总杠杆率仅窄幅波动，相对稳定，分别为 301.24%、299.71% 和 300.48%，稳杠杆效果初显。从结构来看，一季度非金融企业部门杠杆率由降转升，增加 1.26

个百分点，政府部门杠杆率下降 0.54 个百分点，居民部门杠杆率增加 0.83 个百分点。在上年四季度短暂出现降幅之后，非金融企业部门再度成为杠杆率攀升的主要支撑，专项债发行进度较慢背景下政府部门杠杆率的短时回落是一季度杠杆率结构变化的重要特征。

图 3：总杠杆率保持基本稳定

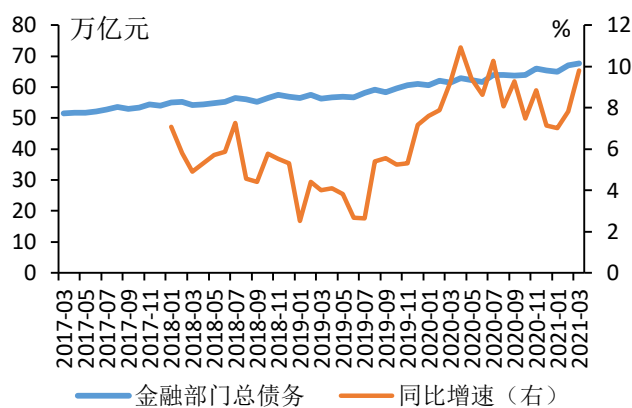


数据来源：中诚信国际整理

（二）金融部门杠杆率虽然较上年底小幅回升，但不改平稳波动趋势

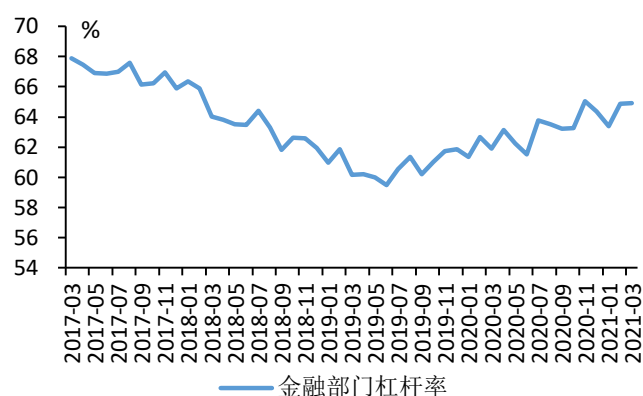
受金融债发行和其他金融性公司负债增加影响，金融部门杠杆率略有上行。一季度金融部门债务较 2020 年底增加 2.16 万亿元达到 67.55 万亿元，同比增速为 9.79%，增速较上年底加快 2.67 个百分点。从其内部结构来看，对其他存款性公司负债、其他存款性公司国外负债总额均较上年底有所回落，而存款性公司债券发行和对其他金融性公司负债较上年底分别增加 0.86 万亿元、1.4 万亿元，是推动非金融部门债务增加的主要影响因素，存款性公司债券发行总额的增加与一季度金融债发行规模增大有关，而其他金融性公司存款的增加或主要是由于一季度股市较为活跃“存款搬家”有关。受金融部门总债务增长加快，非金融部门杠杆率有所回升，金融部门杠杆率为 64.90%，较去年底回升 0.55 个百分点，但在 GDP 持续恢复的背景下，增幅较上年四季度回落 1.78 个百分点。当前海外环境对我国经济影响相对有限，我国货币政策仍将坚持“以我为主”的原则，在年内经济延续修复态势、通胀仍有上行空间下，短期货币政策调整动力不足，仍将延续稳健中性基调，操作上将更加注重精准性和有效性，受此影响，未来金融部门杠杆率或继续保持总体平稳、窄幅波动态势。

图 4：金融部门债务规模与增速



数据来源：中诚信国际整理

图 5：金融部门杠杆率虽有增长但增幅收窄



数据来源：中诚信国际整理

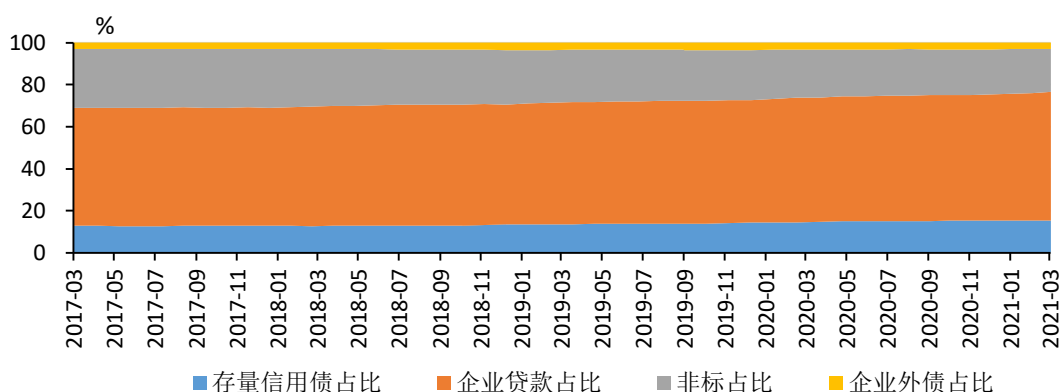
二、非金融部门债务结构解析：各部门杠杆率走势分化，债务风险关注点各有不同

2020 年一季度，在非金融部门总体杠杆率增幅收窄的同时，其内部企业、居民、政府三大部门的杠杆率也呈现出不同的特征，各部门需关注的债务风险点也各有不同。在非金融部门总杠杆率增幅回落的背景下，非金融企业部门杠杆率反而由降转升，结合一季度社融的降中有稳，或在一定程度上说明在当前经济持续修复的背景下，企业融资需求较为强劲，这有助于后续经济的持续修复，但仍需警惕民营企业资产负债率过快上升的风险；虽然居民部门债务增速有所放缓、杠杆率增幅有所收窄，但考虑到近年来居民部门杠杆率持续保持了较快增长，且去年四季度以来部分区域房地产市场再度出现较为明显的上涨势头，仍需警惕居民部门持续加杠杆对消费带来的挤出；受专项债发行进度较慢影响，政府部门杠杆率短时出现回落，但全年新增专项债额度仅较上年小幅回落 0.1 万亿元，后续政府部门显性杠杆率仍有回升空间，但在政府降杠杆背景下，包含隐性债务的杠杆率增幅或将较上年明显收窄，但鉴于包含隐性债务在内的政府部门杠杆率已经处于较高水平，隐性债务依然是政府部门债务需要关注的主要风险点。

（一）非金融企业部门杠杆率由降转升，仍需警惕民营企业资产负债率攀升

受上年同期基数较高影响非金融企业部门债务同比增速回落，但杠杆率由降转升，或表明经济修复背景下非金融企业融资需求仍较为旺盛。截至 2021 年 3 月底，非金融企业债务较 2020 年底增加 5.82 万亿元至 189.64 万亿元，同比增长 7.49%，增速较 2020 年底回落 1.76 个百分点。非金融企业部门同比增幅的回落主要是上年一季度推出了一系列应对疫情的宽信用政策，导致非金融企业部门债务增长较快，基数较高在一定程度上拉低了非金融企业部门债务的一季度同比增速。从杠杆率来看，非金融企业部门杠杆率为 182.19%，较 2020 年底攀升 1.26 个百分点，未能延续 2020 年四季度的回落态势，这在一定程度上也表明，在经济持续修复背景下，非金融企业部门或仍有较强的融资需求。

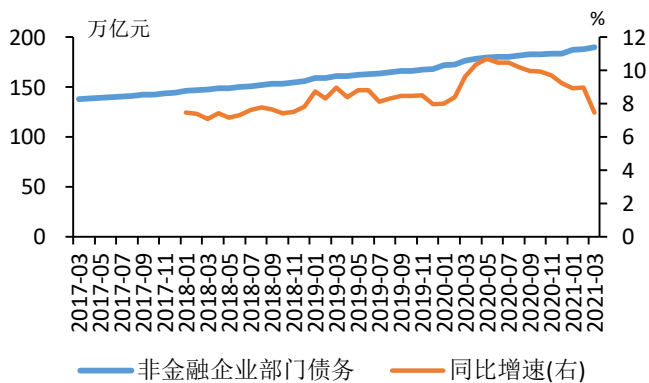
图 6：非金融企业部门债务结构



数据来源：中诚信国际整理

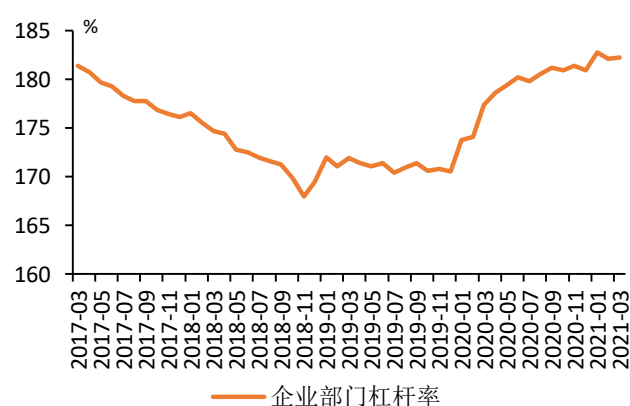
从结构来看，企业贷款占比进一步上升，信用债、非标融资占比回落。一季度政策继续支持金融活水灌溉实体经济，在此影响下，一季度企业贷款增长 5.56 万亿元至 116.09 万亿元，带动企业部门债务中企业贷款的比重较上年底上升 1.09 个百分点至 61.22%；一季度信用债发行有所回暖，存量信用债（扣除政府支持机构债）增长 6651.20 亿元至 28.88 万亿元，但鉴于企业贷款的快速增长，存量信用债占比仍较上年底下降 1.20 个百分点至 15.23%；非标融资在一季度呈压减态势，较 2020 年底减少 4129 亿元，占比较上年底下降 0.87 个百分点至 20.49%。

图 7：非金融企业债务规模与增速显著上升



数据来源：中诚信国际整理

图 8：非金融企业杠杆率未能延续下行趋势

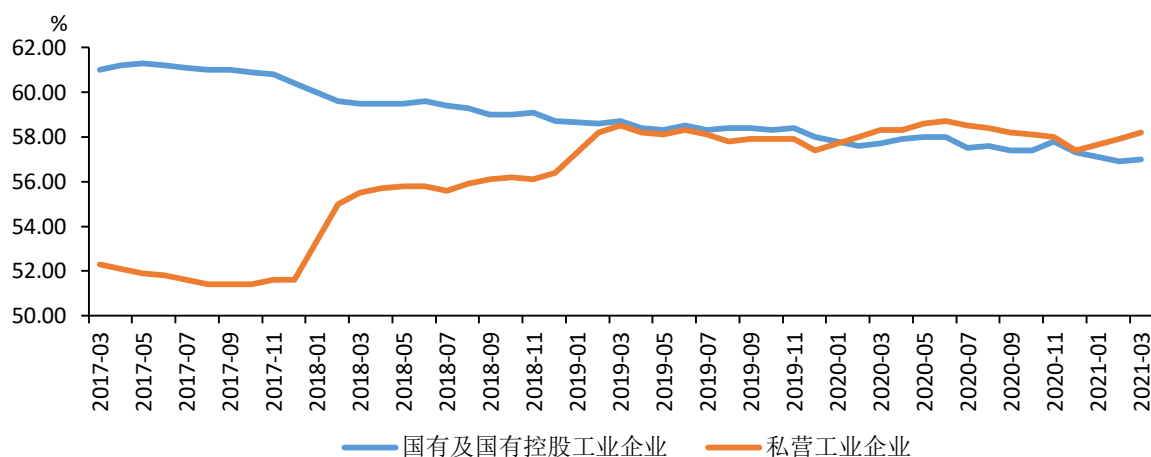


数据来源：中诚信国际整理

需警惕民营企业资产负债率被动攀升的风险。4 月 17 日政治局会议指出当前是“稳增长压力较小的窗口期”，同时提出“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固”。4 月 12 日，中国人民银行货币政策司相关负责人表示，普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划两项直达货币政策工具按照国务院部署延续至 2021 年 12 月末。当前部分数据也反映出了这一趋势：2021 年一季度金融机构贷款投向统计报告显示，企事业单位中长期贷款增长加快，而短期贷款及票据融资增速则显著回落，表明企业债务结构性优化持续。但是，从所有制来看，继 2 月份民营企业资产负债率首次超过国有企业后，3 月份进一步攀升。后续来看，我国未来经济的重心将倾向于经济的结构性调整，仍

将重视直达实体经济融资，非金融企业部门杠杆率或将保持稳定，不会继续走高；不过，虽然国有企业降杠杆进度接近于预期任务目标的情况下，但私营工业企业由于经营恶化而导致的资产负债率被动攀升的问题仍需关注。

图 9：私营工业企业和国有企业资产负债率

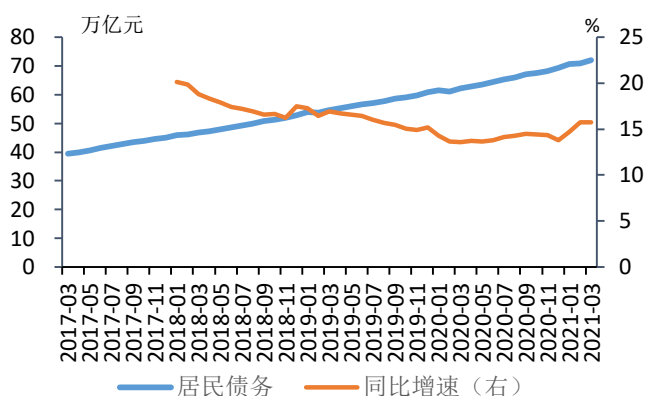


数据来源：中诚信国际整理

（二）居民部门杠杆率增幅虽有收窄，但杠杆率屡创新高，仍需警惕地产价格上涨推升居民部门杠杆率对消费带来的挤出

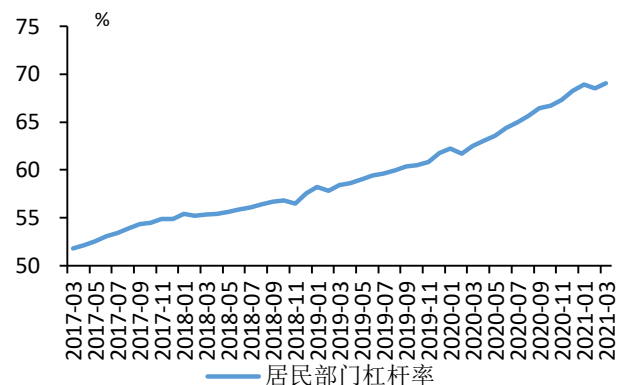
一季度居民部门债务平稳上升，杠杆率再创新高。部分地区房地产回暖、地产交易趋于活跃，叠加上年底积压的房贷额度在年初集中释放居民消费和购房需求仍然旺盛，受此影响，居民债务自 2021 年以来保持高位运行。整体来看一季度居民部门债务呈平稳上升的趋势，但债务增速有所回落。截至 2021 年 3 月底，居民总债务为 71.90 万亿元，较 2020 年底增长 2.56 万亿元，同比增速为 15.74%，较去年底回落 1.92 个百分点。截至 2020 年 3 月底，居民部门杠杆率为 69.08%，再创新高，较 2020 年底上升 0.83 个百分点，增幅较四季度增幅收窄 2.27 个百分点。从杠杆率月度走势来看，受春节因素影响，一季度居民部门杠杆率呈现先降后升的趋势。总体来看，近年来，我国居民部门杠杆率处于持续攀升态势，仅有极为少数的月份出现回落，根据中诚信国际的测算，我国居民部门杠杆率已经在短短三年多时间内，从 2017 年初 52% 作为攀升到了当前接近 70% 的较高水平，短时期内攀升的幅度较大，尤其是在当前消费复苏疲弱的背景下，仍然需要高度警惕房地产价格上涨导致居民部门杠杆率持续攀升，制约居民消费的修复。

图 10：居民部门债务增长加快



数据来源：中诚信国际整理

图 11：居民部门杠杆率再创新高



数据来源：中诚信国际整理

（三）专项债发行进度变化下含显性债务的政府部门杠杆率有所回落，需关注隐性债务风险

受专项债发行节奏的影响，政府部门显性债务增速放缓，仅考虑显性债务的政府部门杠杆率短时期回落。由于去年新增债发行结束较晚，出于对各地项目储备不足、难以快速衔接的考虑，今年3月初才提前下达部分新增地方债额度（一般债 5880 亿元、专项债 1.77 万亿元），一季度地方债尤其是专项债的发行规模及节奏相较于去年明显滞后。一季度共发行地方债 8951.1 亿元，较去年同期大幅减少 7154 亿元；一般债共发行 5210.5 亿元，同比小幅增加 145 亿元；专项债共发行 3740.6 亿元，同比大幅减少超 7000 亿元，仅为去年同期 1.1 万亿元的三分之一，且 1-3 月发行规模均低于一般债，对基建投资的拉动作用或将延后。在地方政府债发行提前的影响下，一季度政府债券净融资 6584 亿元，同比少增 9197 亿元。截至 2021 年 3 月底，政府部门债务 51.22 万亿元，较 2020 年底增加 6789.3 亿元，同比增长为 18.51%，较去年底回落 3.23 个百分点。从杠杆率来看，政府部门杠杆率较去年底回落 0.54 个百分点，为 49.21%。

图 12：政府部门显性债务增长放缓



图 13：政府部门杠杆率小幅回落



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_19601

