


# 稳杠杆成效显著，债务风险隐忧犹存

——2021 年上半年宏观债务风险监测



债务通

中诚信

 微信扫一扫，使用小程序

## 概述

### ■ 稳杠杆成效显著，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，杠杆率增幅明显收窄。**上半年，非金融部门总债务较上年底增加 17.11 万亿元，达到 320.82 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年底回落 1.73 个百分点。截至 6 月底，非金融部门总杠杆率为 301.02%，较上年底仅上升 2.09 个百分点，从月度走势来看，上半年总杠杆率围绕 300% 上下窄幅波动，相对稳定。
- **金融部门杠杆率增幅大幅收窄。**随着稳杠杆下金融部门债务增长放缓和经济持续修复，上半年金融部门债务较 2020 年底增加 3.56 万亿元至 68.95 万亿元，同比增速为 11.95%，增速较上年底加快 0.29 个百分点。受金融部门总债务增长加快的影响，非金融部门杠杆率有所回升，金融部门杠杆率为 64.69%，较去年底回升 0.34 个百分点。

### ■ 非金融各部门债务风险解析：杠杆整体趋稳下各部门分化明显

- **非金融企业部门杠杆率攀升不足 1 个百分点，稳杠杆成效显著。**上半年，非金融企业债务较 2020 年底增加 7.56 万亿元，同比增长 6.09%，增速较 2020 年底回落 3.16 个百分点。从杠杆率来看，非金融企业部门杠杆率为 181.71%，较 2020 年底小幅上升 0.77 个百分点。从月度走势来看，主要是 1 月份杠杆率攀升较大（达到 1.8 个百分点），此后 2-5 月持续回落，6 月份再度由降转升，但升幅依然不足 1 个百分点。
- **地产交易回暖下居民部门杠杆率攀升较快，但地产严调控下后续攀升受限。**一季度多地房地产交易升温，以房贷为主的居民债务持续走高。二季度房地产调控政策加码对遏制部分区域的房地产市场过热势头起到了明显效果。截至 2021 年 6 月底，居民部门总债务较上年底增加 4.87 亿元至 73.91 万亿元，同比增长 14.65%，同比增速较上年底提高 0.83 个百分点。截至 2021 年 6 月底，居民部门杠杆率再创新高，为 69.35%，是推升非金融部门杠杆率攀升的主要因素。在地产严调控背景下，下半年居民债务走高的趋势有所放缓，居民部门杠杆率的攀升将受到制约。
- **政府部门杠杆率增幅有限，隐性债务风险仍存。**受地方政府专项债发行进度的影响，政府部门债务增长放缓，截至 2021 年 6 月底，政府部门债务 53.25 万亿元，较 2020 年底增加 2.7 万亿元，同比增长为 16.86%，较去年底回落 4.88 个百分点。从杠杆率来看，政府部门杠杆率较去年底提高 0.21 个百分点，为 49.96%。虽然含隐性债务的杠杆率将有所回落，但隐性债务风险仍然需要高度警惕。

### ■ 年内宏观杠杆率有望总体保持平稳，但仍需关注三方面风险隐忧

- **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。**伴随国内经济持续稳定修复，货币政策逐步回归常态，整体维持稳健基调，央行更加注重政策操作的有效性和精准性。后续来看，在企业部门生产经营压力持续、融资需求偏弱的背景下，企业部门杠杆率或保持窄幅波动甚至略有回落。随着调控政策的持续显现，下半年居民部门贷款快速上涨的趋势将放缓，居民部门杠杆率增幅有望收窄。地方政府专项债发行加快，地方政府显性债务将延续增长趋势，仅考虑显性债务的政府部门杠杆率增长或加快。综合来看，下半年宏观杠杆率或基本保持平稳运行。
- **对于下半年非金融部门的债务问题，我们建议重点关于以下三个方面的风险点：一是外部因素以及趋势性因素加大背景下非金融企业部门的经营压力；二是政府部门债务风险；三是居民部门杠杆率持续走高对消费的制约。**

## 一、稳杠杆成效显著，非金融部门及金融部门杠杆率增幅均收窄

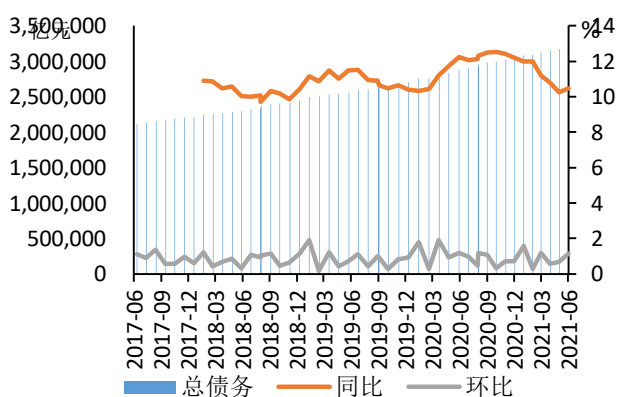
2020年，为应对新冠疫情导致宏观杠杆率出现阶段性上升的情况。今年以来，随着经济的逐步修复，《政府工作报告》指出“保持宏观杠杆率基本稳定”，“十四五”规划和2035年远景目标纲要提出“保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降”，稳杠杆成为经济不断修复背景下的一个重要选项。在此背景下，今年上半年，货币政策逐步向常态回归，信用较上年同期略有收缩，叠加经济修复分母的改善，稳杠杆成效显著，非金融部门及金融部门杠杆率增幅均明显收窄。

### （一）非金融部门总债务增长放缓，杠杆率增幅明显收窄

**非金融部门总债务增速回落。**上半年，非金融部门总债务较上年底增加17.11万亿元，达到320.82万亿元，同比增长10.5%，增速较上年底回落1.73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，3-5月份在高基数及货币政策延续稳健中性基调的背景下，非金融部门总债务增长持续放缓，6月份受各部门贷款超预期影响非金融部门总债务增速小幅回升。

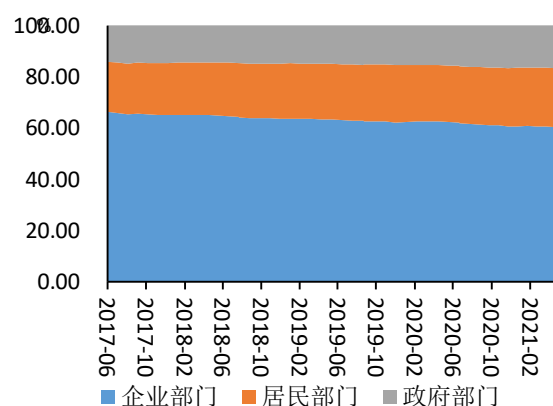
从债务结构来看，企业部门债务增速的放缓导致企业部门债务占比延续此前下降的趋势，较2020年底下降0.17个百分点至60.36%。2020年底和2021年初多地房地产市场交易火热，随后在“房住不炒”背景下，二季度各地对房地产的政策加码，但由于居民部门房贷具有一定的滞后效应，居民部门债务增长仍较2020年底加快，债务占比呈上升趋势，较2020年底提高0.21个百分点至23.04%；政府部门债务占比小幅下降0.04个百分点至16.6%。

图1：非金融总债务增长放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图2：居民部门债务占比小幅上升



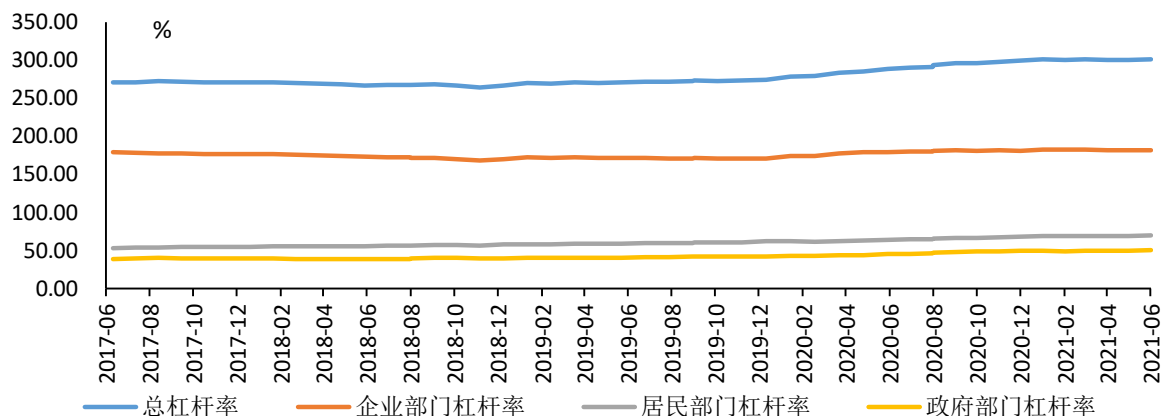
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

**非金融部门杠杆率增幅大幅收窄。**随着稳杠杆下非金融部门债务增长放缓和经济持续修复，上半年杠杆率维持小幅波动趋势。截至6月底，非金融部门总杠杆率为301.02%，较上年底仅上升2.09个百分点，从月度走势来看，上半年总杠杆率围绕300%上下窄幅波动，相对稳定。而去年同期，总杠杆率攀升高达10.96个百分点，去年下半年杠杆率攀升也达到8.87个百分点，相比之下，今年上半年稳杠杆成效显著。分部门来看，居民部门杠杆率上升幅度最大，较上年底攀升1.11个百分点达到69.35%，占总杠杆率攀升幅度的比例达到53%；非金融企业部门杠杆率虽然攀升0.77个百分点，但主要是一月份大幅攀升导致的，2-5月非金融部门杠杆



率持续回落，6 月份再度由降转升但上升幅度依然有限政府部门杠杆率小幅上升 0.21 个百分点。

图 3：总杠杆率保持基本稳定

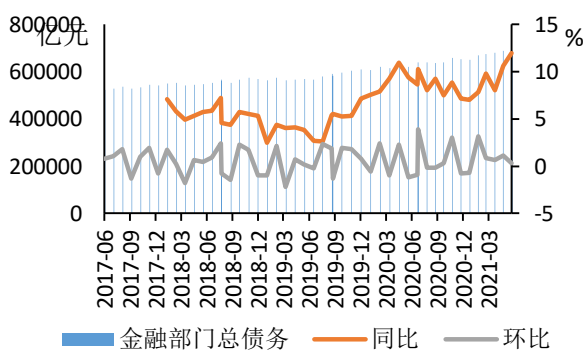


数据来源：Wind，中诚信国际整理

## (二) 金融部门杠杆率虽然较上年底小幅回升，总体平稳波动

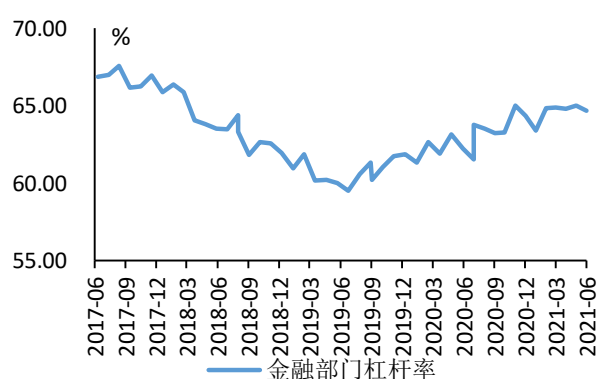
受金融债发行和其他金融性公司负债增加影响，金融部门杠杆率小幅上行。上半年金融部门债务较 2020 年底增加 3.56 万亿元达到 68.95 万亿元，同比增速为 11.95%，增速较上年底加快 0.29 个百分点。从其内部结构来看，对其他存款性公司负债、国外负债总额均较上年底有所回落，而存款性公司债券发行和对其他金融性公司负债较上年底分别增加 1.4 万亿元、2.4 万亿元，是推动非金融部门债务增加的主要影响因素：存款性公司债券发行总额的增加与金融债发行规模增大有关，而其他金融性公司存款的增加或主要是由于上半年股市活跃背景下的“存款搬家”有关。受金融部门总债务增长加快的影响，非金融部门杠杆率有所回升，金融部门杠杆率为 64.69%，较去年底回升 0.34 个百分点。伴随国内经济持续稳定修复同时海外环境对我国经济影响有限，我国货币政策“以我为主”，逐步回归常态，整体维持稳健基调，央行更加注重政策操作的有效性和精准性，同时对影子银行的严监管不改，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：中诚信国际宏观利率数据库

图 5：金融部门杠杆率增幅收窄



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

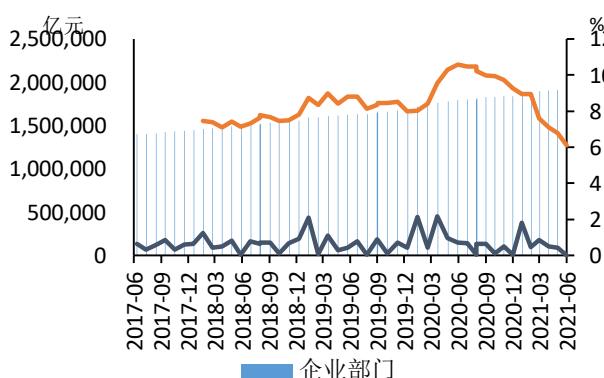
## 二、非金融各部门债务风险解析：杠杆整体趋稳下各部门分化明显

上半年，非金融部门总杠杆率增幅显著收窄，其内部各部门杠杆率表现不同。非金融企业部门杠杆率持续上升，但增幅较去年同期显著放缓，考虑到上半年社融整体有所回落，或说明当前企业融资需求有所走弱；居民部门杠杆率延续上升趋势，与去年末和今年初的房地产行情火热有关，不过随着多地出台房地产调控政策，居民杠杆率增幅显著收窄；受地方政府专项债发行进度扰乱的影响，政府部门杠杆率小幅上升，升幅同样显著收窄，随着专项债的发行加快，后续政府部门显性杠杆率仍有回升空间。在政府降杠杆背景下，6月底包含隐性债务的杠杆率较上年末下降0.24个百分点，后续随着政策的加码，含隐性债务的杠杆率仍将回落。

### （一）非金融企业部门杠杆率攀升不足1个百分点，稳杠杆成效显著

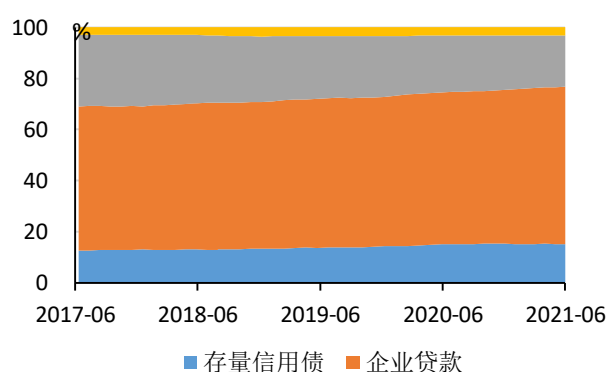
高基数影响下非金融企业部门同比增速回落，杠杆率稳定上升。截至6月底，非金融企业债务较2020年底增加7.56万亿元，同比增长6.09%，增速较2020年底回落3.16个百分点。2020年针对非金融企业部门的宽信用政策频出，基数相对较高，为此拉低了上半年非金融企业部门债务的同比增速。从结构来看，在信贷加大对企业部门支持力度背景下，企业贷款占比进一步上升，信用债、非标融资占比回落。上半年企业贷款增长8.58万亿元至119.11万亿元，带动企业部门债务中企业贷款的比重较上年底上升1.38个百分点至61.51%；存量信用债（扣除政府支持机构债）增长1.21万亿元至29.43万亿元，不过由于企业贷款增长迅速带来的挤出，存量信用债占比有所回落，较上年底下降0.15个百分点至15.20%；受信托业持续“两压一降”以及房地产融资受限的影响，非标融资有所下降，较2020年底减少1740亿元至39.09万亿元，占比较上年底下降1.17个百分点至20.18%。

图6：非金融企业债务增速持续回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

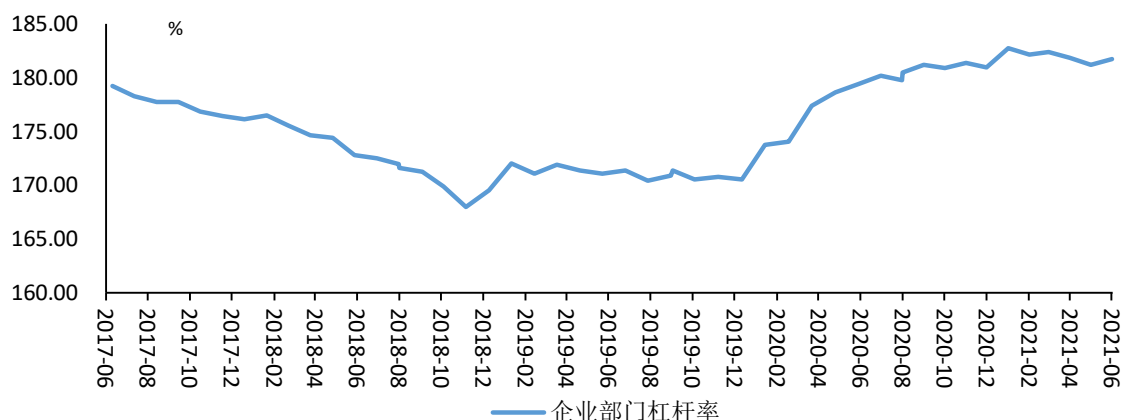
图7：非金融企业部门债务结构



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

从杠杆率来看，非金融企业部门杠杆率为181.71%，较2020年底小幅上升0.77个百分点。从月度走势来看，主要是1月份杠杆率攀升较大（达到1.8个百分点），此后2-5月持续回落，6月份再度由降转升，但升幅依然不足1个百分点。总体来看，今年上半年尤其是2月份以来，非金融企业部门稳杠杆成效显著，杠杆率攀升受到明显约束。

图 8：非金融企业杠杆率小幅上升

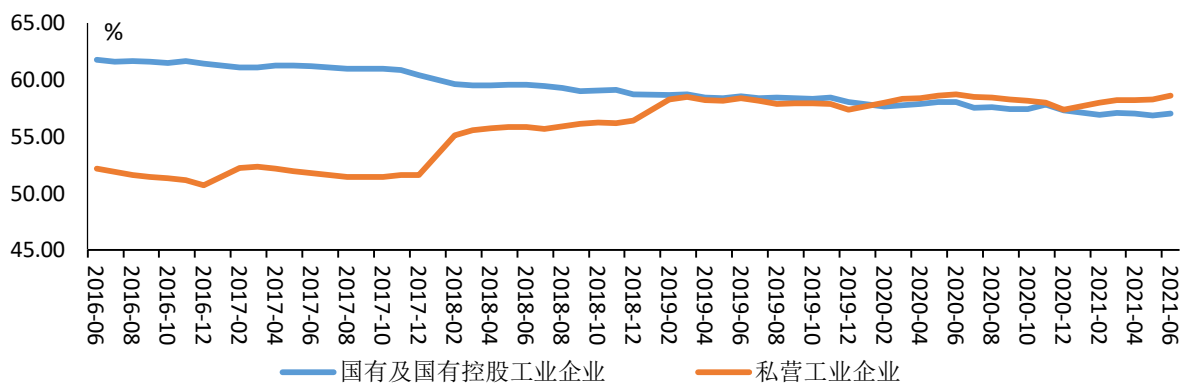


数据来源：Wind，中诚信国际整理

私营工业企业与国有工业企业资产负债率走势分化。上半年，国有工业企业整体呈波动下行趋势，较 2020 年底下降 0.29 个百分点。私营工业企业杠杆率有所上升，较 2020 年底提高 1.22 个百分点，不过私营工业企业杠杆率的上升并不是主动降杠杆，而是在高成本压力下，经营恶化导致杠杆率的被动攀升。

需求弱化叠加成本走高，后续非金融企业部门面临较大的债务偿还压力。下半年随着低基数效应的逐步弱化以及海外产能的恢复，国内经济修复放缓，同时在高成本压力下微观主体修复的难度加大，非金融企业部门面临的经营压力仍存，后续应重点关注非金融企业部门债务违约所导致的风险集中释放。

图 9：私营工业企业和国有企业资产负债率



数据来源：Wind，中诚信国际整理

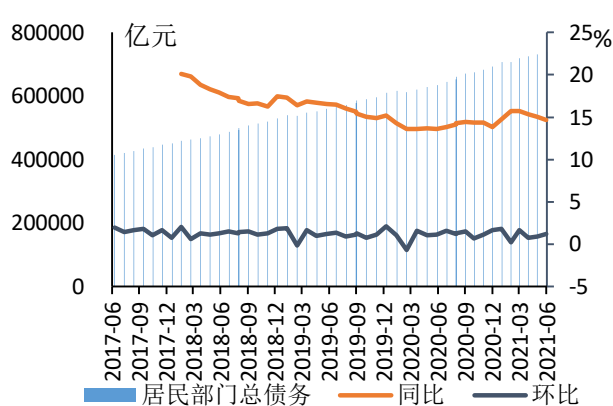
## (二) 地产交易回暖下居民部门杠杆率攀升较快，但地产严调控下后续攀升受限

居民部门债务平稳上升，杠杆率再创新高。上年末以及今年初，多地房地产交易升温，受此影响，以房贷为主的居民债务持续走高。虽然二季度以来，各地持续出台房地产调控政策，对于遏制部分区域的房地产市场过热势头起到了明显效果，居民部门债务环比增速略有回落（一季度环比增长 3.6%，二季度环比增长 2.8%），同比增速也自 3 月份以来持续放缓。综合来看，上半年居民部门债务总体保持波动上升势头。截至 2021 年 6 月底，居民部门总债务较

上年底增加 4.87 亿元至 73.91 万亿元，同比增长 14.65%，受上年同期基数较低影响，同比增速较上年底提高 0.83 个百分点。

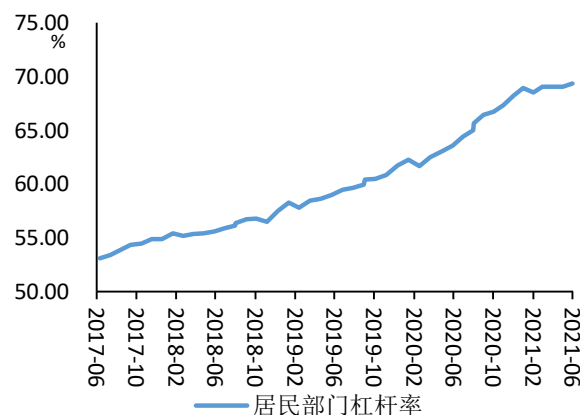
房地产交易回暖背景下，居民部门是推升上半年非金融部门杠杆率的主体。截至 2021 年 6 月底，居民部门杠杆率再创新高，为 69.35%，较上年底提高 1.11 个百分点，占非金融部门杠杆率增幅的 53%，是推升非金融部门杠杆率攀升的主要因素。从月度走势来看，二季度以来，随着各地陆续出台房地产调控政策，杠杆率增幅明显放缓，上半年居民部门杠杆率走势呈现“前快后稳”走势。总体来看，近年来我国居民部门杠杆率处于攀升态势，居民部门杠杆率的持续攀升对居民消费带来一定制约，为此杠杆率的走高引起了政府的高度重视，在地产严调控背景下，下半年居民债务走高的趋势有所放缓，居民部门杠杆率的攀升将受到制约。

图 10：居民部门债务同比增速有所回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 11：居民部门杠杆率攀升前快后稳



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

### （三）政府部门杠杆率增幅有限，隐性债务仍需高度重视

专项债发行后置政府部门债务同比增速回落，杠杆率增幅有限。受提前额度下达较晚、审核趋严等影响，上半年专项债发行进度滞后，其中二季度发行加速，单季发行量为一季度的 3.6 倍，供给较往年明显后置，因此上半年地方债尤其是专项债的发行规模及节奏明显滞后。上半年共发行地方债 3.34 万亿元，较去年同期减少 1452.6 亿元；其中一般债共发行 1.61 万亿元，较去年同期增加 4946.6 亿元；专项债共发行 1.73 万亿元，同比大幅减少 6417.2 亿元，规模较上年同期减少 1.1 万亿元。受地方债发行滞后的影响，上半年政府债务增速回落 0.45 个百分点。

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\\_26009](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26009)

