

论文 NO. 2017 年 11

发表时间：2017 年 11 月 1 日

二季度去杠杆分析

张晓晶 常欣 刘磊

摘要：实体经济总杠杆率趋稳，杠杆率结构有所改善

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

1. 总杠杆率趋稳，内部结构有所改善。2017 年二季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由一季度末的 237.5% 增加到 238.2%，上升了 0.7 个百分点，总体态势趋稳。与此同时，居民和非金融企业部门存在杠杆率转移：相比于一季度，二季度居民部门杠杆率上升 1.3 个百分点，而非金融企业部门杠杆率下降 1.4 个百分点，表明杠杆率内部结构有所改善。

2. 金融部门去杠杆加速。按资产方统计，金融部门杠杆率由一季度的 77.3% 下降到二季度的 74.2%，下降了 3.1 个百分点；按负债方统计，金融部门杠杆率由一季度的 65.6% 下降到二季度的 64.3%，下降了 1.3 个百分点。相比于一季度金融部门杠杆率仅下降 1 个百分点左右，二季度金融部门去杠杆呈现加速态势。

分部门杠杆率分析

1. 居民部门杠杆率继续攀升，消费信贷或成变相房贷。居民部门杠杆率依然延续上升趋势，从一季度的 46.1% 上升到二季度的 47.4%，上升了 1.3 个百分点，整个上半年上升了 2.6 个百分点。居民部门在全部实体经济中加杠杆的速度依然较快。

需要警惕短期消费信贷或成变相房贷所产生的风险。2017 年上半年短期消费性贷款增长了 0.9 万亿元，余额同比增长 32.7%。相比来看，2016 年全年这部分贷款只增加了 0.8 万亿元。由此可见，虽然短期消费性贷款仍不能构成居民杠杆率变化的主因（在居民消费性贷款中，按揭贷款占比为 61%，短期消费贷占比仅为 16%），但其边际性影响越来越大。特别是在房地产调控趋严、按揭贷款额度受限后，部分居民或以短期消费性贷款的名义套出资金实际用于购房用途，

“房抵贷”、“首付贷”等资金违规流入房地产市场的可能性增加。由于消费贷款与按揭贷款的性质有所不同，其利率与风险也相应大于按揭贷款，目前不少消费信贷是通过向用户提供现金贷款的形式投放的，特别是互联网金融平台提供的无担保、无抵押的信用贷款，放大了未来违约的概率。由此所带来的潜在风险应引起监管部门的足够重视。随着房地产市场进一步回调及各地房地产调控政策的进一步发酵，将会对居民部门加杠杆形成抑制，居民部门杠杆率的上升态势也将有所趋缓。

2. 非金融企业部门杠杆率下降，国企去杠杆成效不明显。非金融企业部门杠杆率从一季度末的 157.7% 下降到二季度末的 156.3%，下降了 1.4 个百分点。由于金融监管还存在着将企业表外负债向表内转移的效应，企业实际杠杆率下降幅度可能会比我们所估算的数字更大一些。

2017 年上半年拉动企业部门杠杆率下降的主因是企业债出现负增长，社会融资规模中企业债券融资在今年前两个季度皆为负值。这主要是受到了金融监管加强的连锁反应的影响。

虽然非金融企业部门杠杆率在下降，但国企去杠杆成效却不明显。从工业企业的资产负债率来看，非国有工业企业的资产负债率为 52%，低于平均水平，而国有工业企业达到 61%，仍处于高位。从负债与营业收入的比例来看，国有企业也远高于非国有企业。二季度末，规模以上工业企业中的国有企业总负债与营业收入的比值达到 101%，而非国有企业仅为 35%。可见，主要债务偿付风险集中于国有企业。此外，国有企业总债务占全部非金融企业债务的比例仍在上升，由一季

度的 60% 上升到二季度的 62%；并且从整体趋势来看，国企债务的比重自 2015 年起呈现较明显的上升趋势。

3. 政府部门杠杆率保持稳定，下半年面临上升压力。2017 年二季度末，中央政府杠杆率从一季度末的 15.7% 上升到 15.8%，上升了 0.1 个百分点；地方政府杠杆率与一季度末的 22.0% 持平；政府总杠杆率从一季度的 37.7% 上升到 37.8%，上升了 0.1 个百分点。

上半年政府债券发行速度减慢是政府部门杠杆率增速较慢的主要原因。三季度是国债集中发行的时期，下半年国债发行量预计将占全年计划发行量的一半以上，且由于到期量较小，下半年国债净增压力较大。地方债方面，由于上半年发行进度偏慢，新增规模尚不到全年计划发行额的三分之一，下半年后续发行压力将相应增大；而且，在当前地方政府违法违规融资受到强力监管的形势下，对地方政府债券的融资依赖度进一步提升，也会相应增大债券供给。这意味着下半年政府杠杆率有一定的上行压力。

需要指出的是，PPP 取代传统的融资平台模式，成为地方债务融资的“新宠”，其风险值得关注。PPP 项目的资本规模从 2016 年初的 8 万亿元增长至 2017 年二季度末的 16.4 万亿元。2017 年上半年增加了 1.8 万亿元。在全部项目中，已经进入实施阶段的有 3.5 万亿元，占比超过五分之一。由于 PPP 的出资方包括政策性银行、政府基金、私人资本和国有企业等，但项目主体通常由政府控制，需提防地方政府继续提供隐性担保的可能。

从根本上改变信贷驱动增长模式

积极稳妥去杠杆，应实行“三步走”战略：在短期内实现杠杆率的增速趋缓，从快速攀升到缓慢爬升；在中短期实现总杠杆率的基本稳定，即总杠杆率从趋升到趋稳，在此期间，重点在于杠杆率内部结构的调整；在中长期实现总杠杆率趋降。

目前中国大体处于第二阶段，即杠杆率总体趋稳、结构有所改善。这个阶段的特征是：在保持杠杆率相对稳定从而总需求相对稳定的情况下，通过杠杆率结构的调整，来降低杠杆率风险。为什么杠杆率总水平不变，内部结构改善就能降低风险呢？原因在于：不同部门不同主体负债能力与运行效率是不一样的，从而其承担风险的能力也不一样。比如，政府部门掌握的资源多，负债能力强，杠杆率向政府转移可以适度减弱风险；同样，居民部门目前的杠杆水平较低，负债空间较大，从而居民部门适度加杠杆也能降低总体杠杆率风险。政府部门与居民部门加杠杆，就为企业部门去杠杆赢得了时间和空间。同时，如果在企业部门内部，能够做到低效率企业去杠杆、高效率企业加杠杆，则更能保证在总杠杆率相对稳定的情况下，将杠杆风险降低。由此我们强调，在谈论中国债务（杠杆）风险的时候，那些无视杠杆结构改善而只专注于杠杆率总水平的观点是有失偏颇的。

要实现积极稳妥去杠杆的“三步走”战略，就需要从根本上改变信贷驱动增长模式。依靠信贷驱动增长，不完全是中国独有的发展模式。事实上，20世纪80年代金融自由化以来，信贷（以及与之相关的房地产）驱动增长已经成为全球性现象。这也是为什么我们会看到全球范围内金融周期的流行，因为金融周期的核心就是信贷与房地产周期。只不过，相比起来，中国以信贷驱动增长的特征更加明显而

已。摆脱信贷驱动增长的模式，根本在于转变发展方式，即由投资主导转向消费主导。只要增长以投资为主，那么就需要靠信贷推动，从而带来杠杆率的不断攀升；而如果增长以消费为主，靠的主要是收入推动，其关键在于收入分配而不是信贷增长。尽管信贷增长也一定程度上会带来收入上升，但由此带来的收入差距扩大问题则更为严重。