



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年3季度】

NIFD 季报

主编：李扬

宏观杠杆率

张晓晶

常欣 刘磊

2019年11月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD 季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD 季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD 年度报告于下一年度 3 月份发布。

杠杆率升幅回稳，保增长仍需借力

摘要

今年前三季度宏观杠杆率升幅分别为 5.1、0.7 和 1.6 个百分点，累计攀升 7.4 个百分点，全年看，升幅应在 8-10 个百分点。这个幅度相比于 2008-2016 年宏观杠杆率的急剧攀升还低了 2-4 个百分点。如果从稳增长的角度看，这样的升幅并不算高；事实上，2009 年宏观杠杆率的升幅就达到了 31 个百分点。

分季度看，一季度杠杆率攀升过快，二季度收缩得太快，三季度较为温和。一季度报告中，我们强调了杠杆率攀升过快的风险，并指出如果一个季度增幅超过 5 个百分点，全年增幅可能会接近 10 个百分点。针对二季度杠杆率收缩得太快，当季仅上升 0.7 个百分点，我们有呼吁，稳增长的助力可能不够。果然三季度的经济增长不尽如人意，勉强达到 6%。三季度宏观杠杆率上升了 1.6 个百分点，相比二季度，升幅已经有所回稳，但从稳增长的角度，这样的力度可能并不够。不过，宏观杠杆率的不断攀升也意味着风险的不断积累。因此，不能一味地加杠杆，而是要在调整宏观杠杆率内部结构上做文章。

一是考虑到居民杠杆率与房价的密切关系，居民杠杆率仍需保持适度稳定。居民杠杆率的稳定也保证了房价的稳定，嚷嚷“居民去杠杆”是要不得的，因为这会带来连锁反应。二是考虑到企业杠杆率与经济景气周期特别是 PPI 的关联，企业去杠杆要更有针对性。企业去杠杆主要是国企去杠杆，而国企去杠杆主要是僵尸国企和融资平台。三是政府加杠杆需要相应的制度配合。这包括：容忍赤字率的有所上升，这在年初的预算中就要考虑；中央政府加杠杆意味着增发国债同时要求央行增

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

国家金融与发展实验室
副主任

中国社会科学院经济研究所
副所长

● 常欣

国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中心
副主任

● 刘磊

国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中心
研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

持国债，为防止“财政赤字货币化”，需要形成有效的制度化约束。

从稳增长与防风险的平衡角度出发，一味加杠杆是行不通的，除了在杠杆率内部结构上做文章，还需要在供给侧结构性改革方面发力，提振信心，调动各方面积极性。特别是调动民营经济的积极性，放宽市场准入；调整收入分配格局，释放消费潜力；进一步扩大开放，寻求新的全球化红利。

目 录

一、总判断：实体经济杠杆率温和攀升，金融去杠杆有微调迹象 .	1
二、分部门杠杆率风险分析	3
(一) 居民部门杠杆率持续上升	3
(二) 非金融企业部门杠杆率略有下降	7
(三) 政府杠杆率缓慢上升	11
(四) 金融部门杠杆率继续回落	20
三、未来杠杆率走势判断与政策建议	22

今年前三季度宏观杠杆率升幅分别为5.1、0.7和1.6个百分点，累计攀升7.4个百分点，全年看，升幅应在8-10个百分点。这个幅度相比于2008-2016年宏观杠杆率的急剧攀升还低了2-4个百分点。如果从稳增长的角度看，这样的升幅并不算高；事实上，2009年宏观杠杆率的升幅就达到了31个百分点。

前三季度经济增速分别为6.4%，6.2%和6.0%。社会上也出现了对于“破6”的担心。从稳增长的角度，宏观杠杆率仍需继续发挥助力。不过，仅靠加杠杆是不够的，而是要在调整宏观杠杆率内部结构上做文章；同时还需要借助其它力量来稳增长，这里特别要提到的是加快推进供给侧结构性改革，提振信心，调动各方面积极性。

一、总判断：实体经济杠杆率温和攀升，金融去杠杆有微调迹象

2019年三季度，实体经济部门杠杆率继续保持平稳态势，由二季度末的249.5%升至251.1%，上升了1.6个百分点。前三季度实体经济杠杆率分别上升了5.1，0.7和1.6个百分点，共计7.4个百分点。三季度的杠杆率增速温和回升，整体债务水平较为稳定。

分部门来看，第三季度居民杠杆率上涨了1.0个百分点，从55.3%升至56.3%；非金融企业杠杆率下降了0.1个百分点，从155.7%降至155.6%；政府部门杠杆率上升了0.7个百分点，从38.5%升至39.2%。从前三季度杠杆率累计增长来看，居民部门上涨了3.1个百分点，非金融企业部门上涨2.0个百分点，政府部门上涨2.2个百分点。相比于过去的杠杆率增长态势，今年前三季度政府部门杠杆率的上涨幅度较为引人瞩目，这也符合我们关于政府要加杠杆的政策预期。

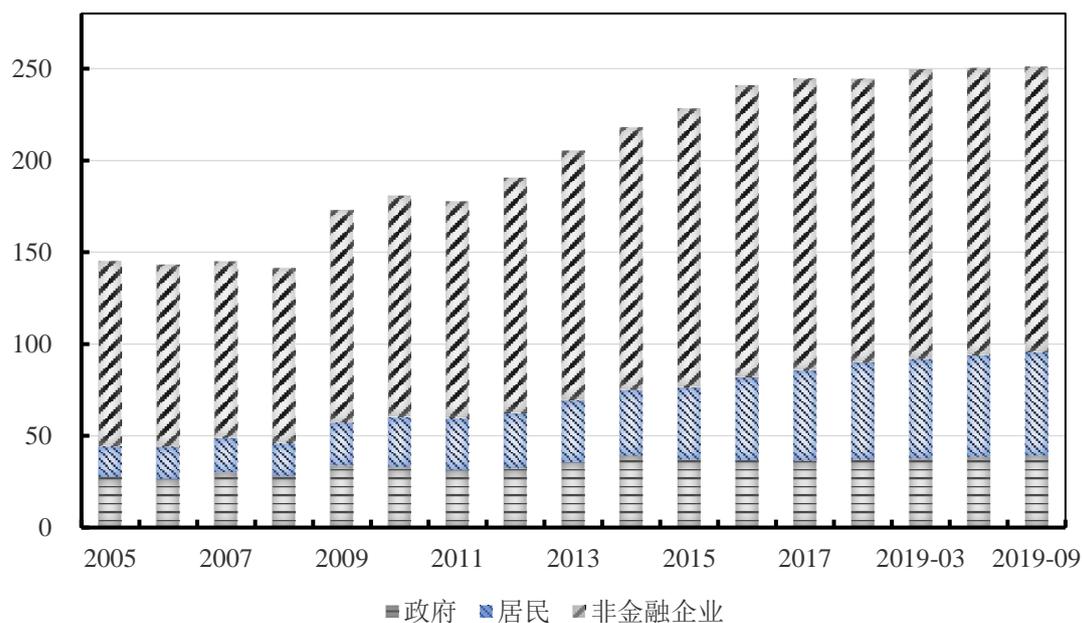


图1 实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

金融部门杠杆率有所回落。资产方杠杆率由 2018 年末的 60.6% 下降到 55.8%，负债方杠杆率由 60.9% 下降到 59.4%，降幅分别为 4.8 和 1.5 个百分点。金融杠杆率自 2017 年开始的强监管便掉头向下，至 2019 年已逐渐趋于平稳，虽然仍处于下行趋势中，但降幅已逐渐收窄。就三季度而言，资产方口径杠杆率由二季度末的 58.7% 继续下降至 55.8%，下降了 2.9 个百分点；负债方口径杠杆率由二季度末的 58.7% 升至 59.4%，上升了 0.7 个百分点。负债方口径的金融杠杆率略有回升，一定程度上体现了金融去杠杆政策为适应稳增长所作出的相应微调。

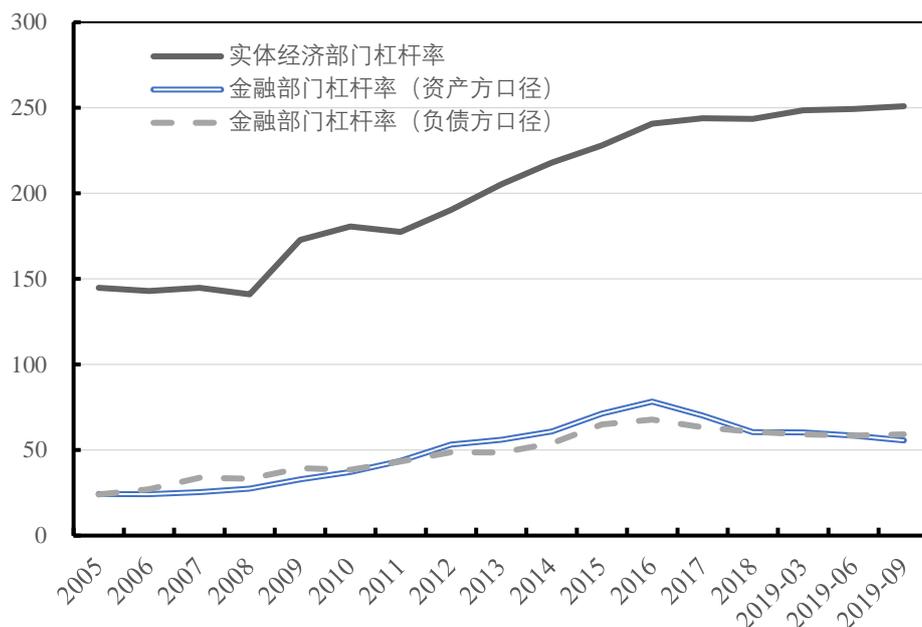


图 2 实体经济部门杠杆率与金融部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

二、分部门杠杆率风险分析

(一) 居民部门杠杆率持续上升

居民部门杠杆率持续上升，同比增速略有下滑。前三季度，居民杠杆率分别增长 1.1、1.0 和 1.0 个百分点，从 2018 年末的 53.2% 增加到 2019 年第三季度的 56.3%，累计上升了 3.1 个百分点。2008-2018 年十年间年均增幅 3.5 个百分点，而从今年前三季度看，居民杠杆率单季增幅在 1 个百分点，全年的增幅可能会超过过去十年的平均值。

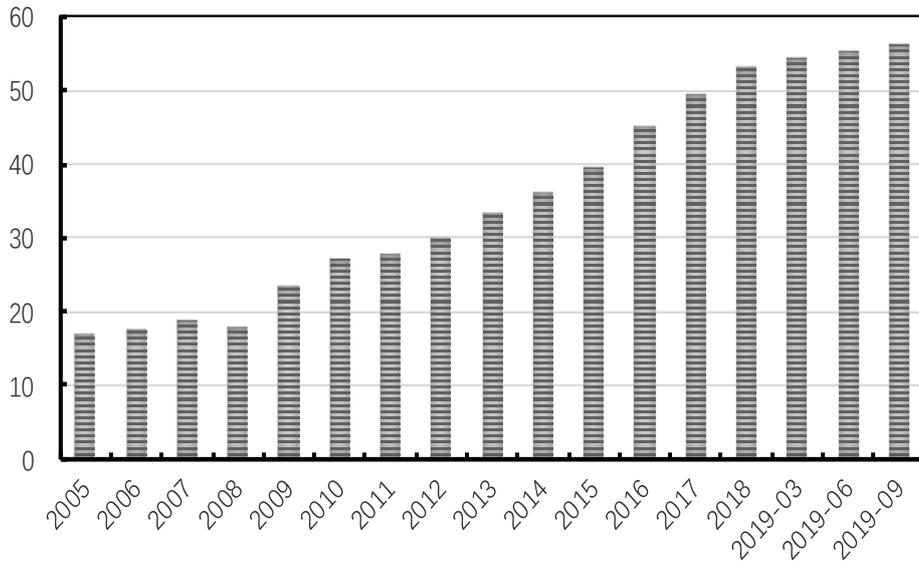


图3 居民部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

居民贷款规模三季度末达到 53.6 万亿元，其中消费性贷款 42.4 万亿，占比 79%；经营性贷款 11.2 万亿，占比 21%。在消费性贷款中，短期消费贷 9.5 万亿元，占居民贷款总规模的 18%；中长期消费贷 32.9 万亿元，占比 61%，而作为中长期消费贷款主体部分的住房按揭贷款在二季度末达到 28.1 万亿，占居民中长期消费贷款的 89%。

居民总贷款的同比增速继续下降，从 2018 年末的 18.2% 下降到 2019 年三季度的 15.9%；其中短期消费贷款下降幅度最大，从 2018 年末的 29.3% 下降到 15.6%，低于居民贷款增速 0.3 个百分点；中长期消费贷款增速相比上一季度略有回落，降至 17.4%，基本与 2018 年末的 17.3% 相持平，高于居民贷款增速 1.5 个百分点。

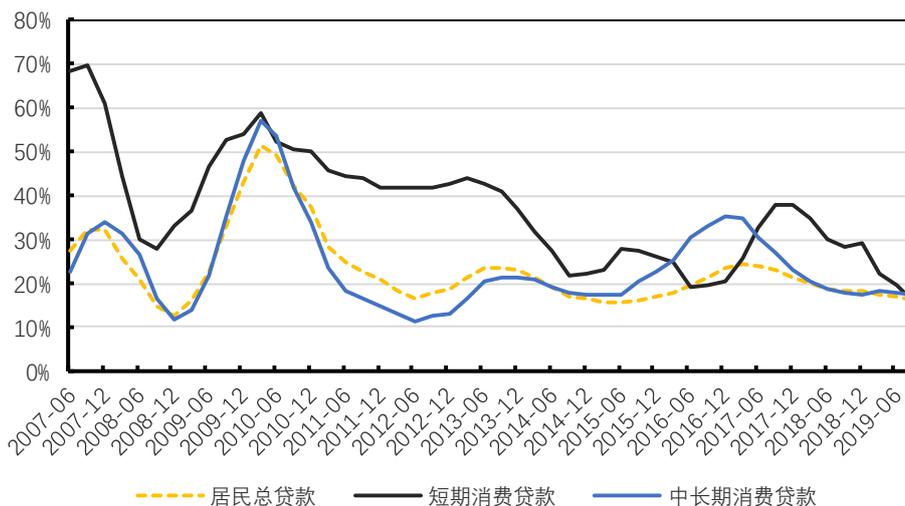


图 4 居民部门各项贷款同比增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

伴随短期消费贷款增速的持续回落，短期消费贷款同比增速已小于居民贷款。过去几年由于对居民按揭贷款的严格限制，部分按揭贷款需求借道于短期消费贷款，使得其增速一度接近 40%。随着监管机构的有效控制以及房地产价格预期的平稳，这一现象得以缓解，短期贷款也回归到正常增速水平。短期消费贷款包含了车贷与大部分信用卡贷款，是消费者购买潜力的最直接反映。当前国际国内复杂多变的经济形势在一定程度上对居民的消费需求和购买欲望有所抑制。消费贷增速放缓将一定程度上拖累整体消费增速。

我国居民杠杆率在全球已处于中等水平，在新兴经济体中亦是无出其右。过高的居民杠杆率虽可短期对经济增长产生促进作用，但长期来看，将对消费与投资产生挤出效应，对经济增长的速度与质量都会有所抑制。根据国家统计局发布的 70 个大中城市目录，并基于数据可得性等因素对各地区的居民杠杆率水平进行估算，如图 5 所示。在统计的 34 个城市中，居民杠杆率高于 80% 的城市有 5 个，分别为杭州、厦门、温州、海口、深圳。从杠杆率指标来看，这些城市居民部门所蕴含的金融风险较大，这些城市的住房价格也都较高。这也说明居民杠杆率与房地产的高度相关性。

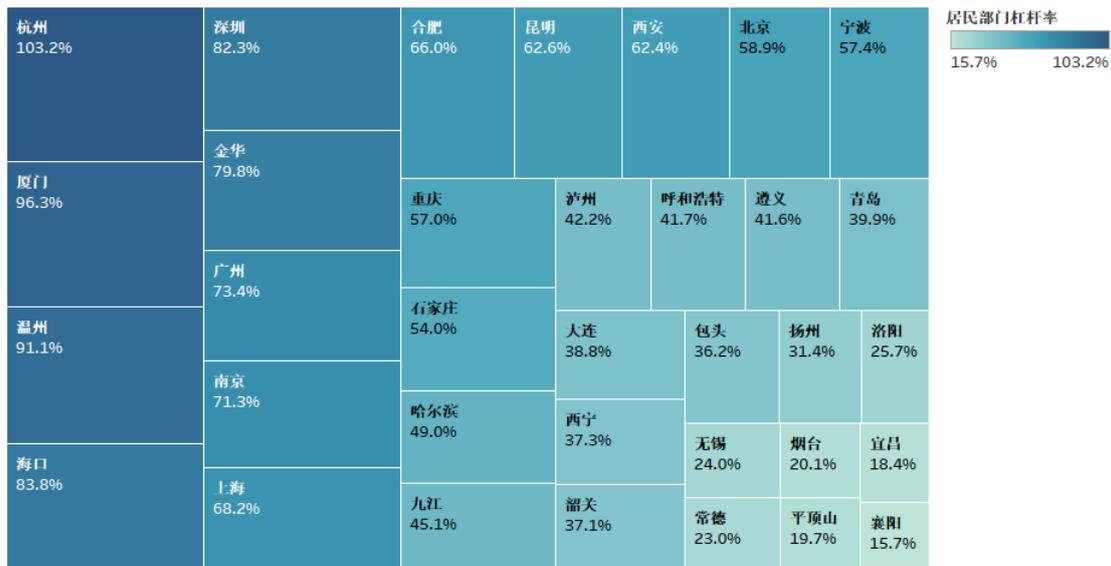
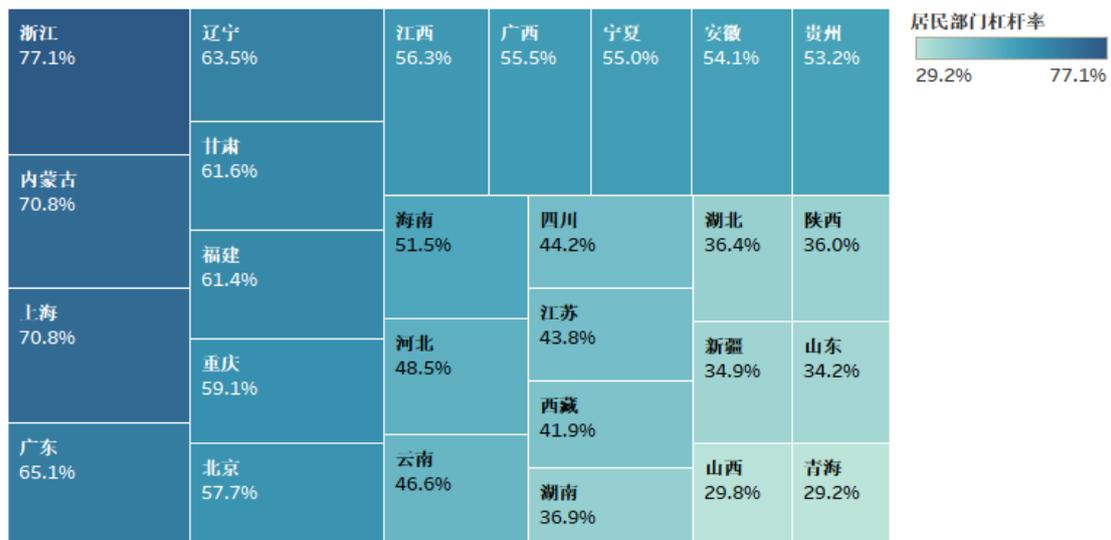


图 5 2018 年末全国大中城市的居民杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

分省统计来看，居民杠杆率最高的三个省市分别为浙江、内蒙古和上海，均高于 70%；最低的两个省为山西和青海，均低于 30%。需要说明的是，虽然统计主要城市及各省居民杠杆率具有一定意义，也能揭示不同地区居民部门所蕴含的风险，但地区居民杠杆率与全国居民杠杆率并不完全可比。



注：天津、吉林和黑龙江三个省市数据缺失

图 6 2019 年二季度末全国分省居民杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

首先，地区 GDP 加总与全国 GDP 并不一致，前者往往高于后者，这就带来地区居民杠杆率的可能低估。不过，这个低估程度并不大。1993 年至今，地区 GDP 高于全国 GDP 的幅度基本上占到全国 GDP 的 2%-6%，2018 年下降至全国 GDP 的 1.6%。

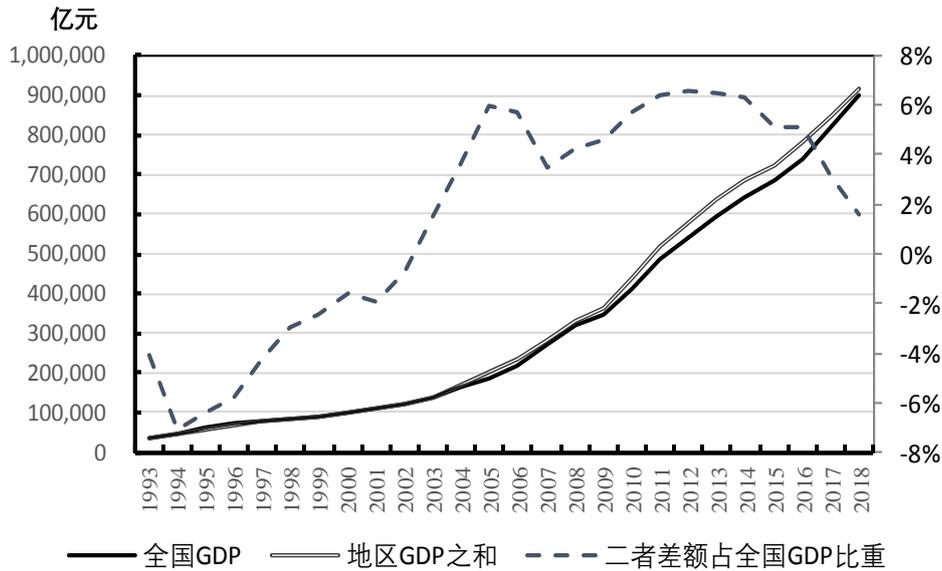


图 7 各省 GDP 加总与全国 GDP 的比较

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

其次，一些地区居民杠杆率过高是由于外地居民购房所致。房地产是因城施策，某些省市限购限贷要求较松，尤其是在房地产具有涨价预期的情况下会吸引其他地区居民按揭购买。这会导致当地居民杠杆率的攀升；但由于购房者并不在此地工作生活，没有形成相应的 GDP。因此，这部分外地购房者占比较大的省市便形成了较高的居民杠杆率，但这不一定完全对应着较高的金融风险。对于地区居民杠杆率的解读要谨慎，不必过于紧张。

(二) 非金融企业部门杠杆率略有下降

2019 年前三季度，非金融企业杠杆率共上升了 2.0 个百分点，从 2018 年末的 153.6% 上升到 155.6%，前三季度分别增长了 3.3、-1.2 和 -0.1 个百分点。三季度末非金融企业杠杆率与二季度末的水平基本一致。

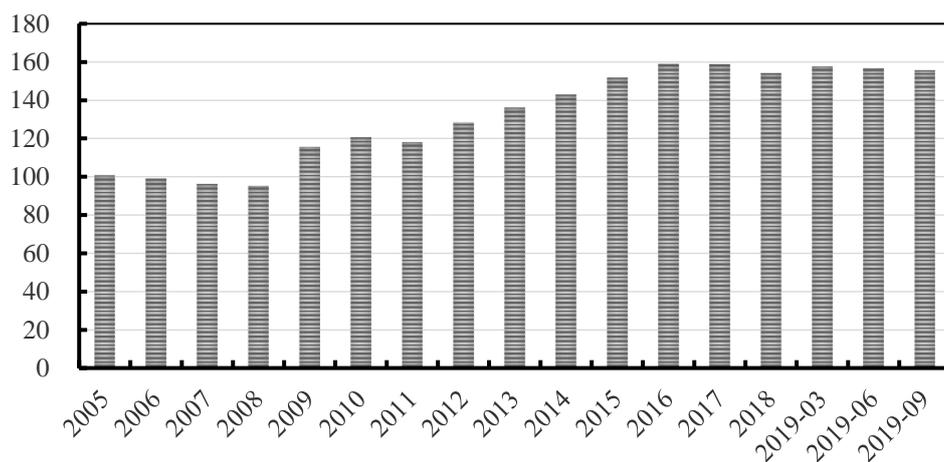


图 8 非金融企业部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

企业部门去杠杆不可避免地会带来经济周期的波动,最直接的体现就是前者与 PPI 的关联。图 9 和图 10 分别是企业杠杆率增量与工业生产者出厂价格指数 (PPI) 的对比。

图 9 是非金融企业季度杠杆率的年度增量与 PPI 同比增速的对比,杠杆率年度增量对于 PPI 同比增速具有明显的先行作用。每当企业杠杆率转向后, PPI 同比一般都会在滞后 4 期内出现拐点。由于 2019 年前三季度企业部门杠杆率的跌幅逐渐收窄,我们预期 PPI 的同比增速或将在明年一季度出现拐点,止跌回升。

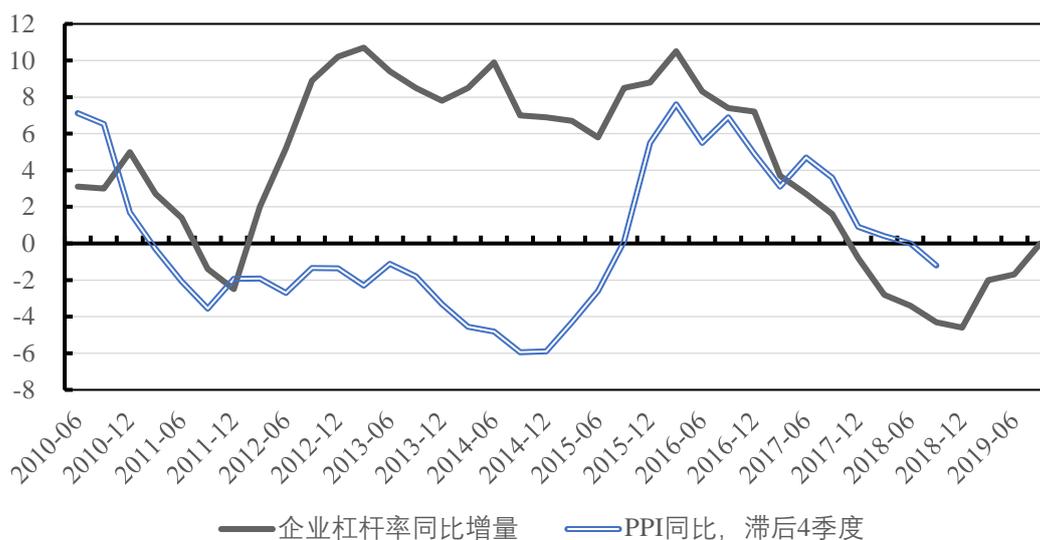


图 9 非金融企业部门杠杆率年度增量与 PPI 同比 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

图 10 是企业杠杆率季度增量与 PPI 季度环比增速的对比。由于 PPI 环比增速对经济环境的反应更为灵敏，企业杠杆率的先行周期更短。从图中可以看出，在大部分时间里企业杠杆率会领先 PPI 环比增速约 1 到 2 个季度（二者吻合程度略低于图 9 显示的年度同比）。由于 2019 年三季度企业杠杆率已基本企稳，我们也预测 PPI 环比增速可能在明年一季度见底回升。

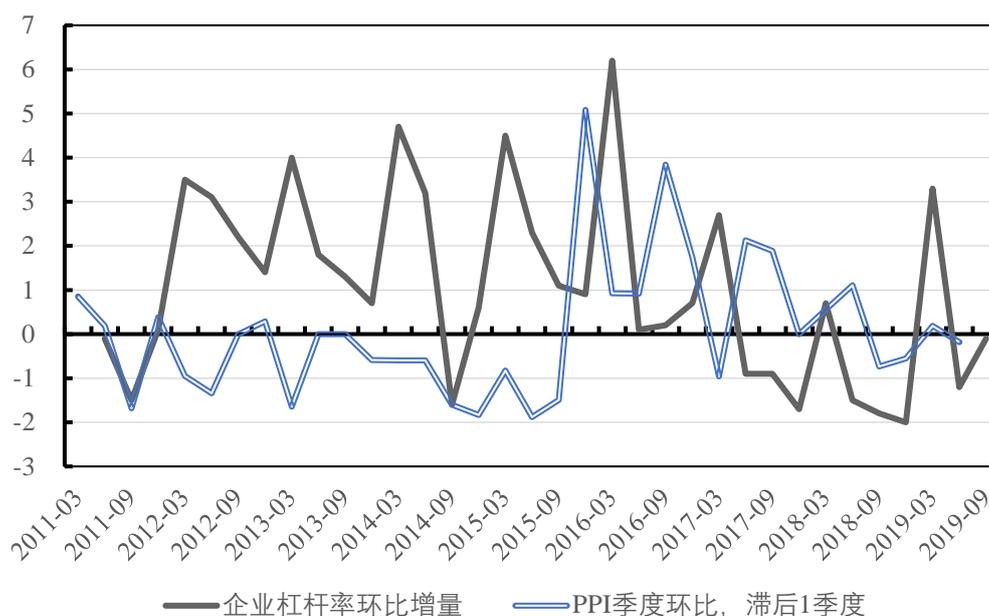


图 10 非金融企业部门杠杆率季度增量与 PPI 季度环比 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

从融资工具结构来看，最显著的变化在于表外融资持续下降。前三个季度，信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票分别下降了 1660、6257 和 5225 亿元。三者之和与名义 GDP 之比从 2018 年末的 26.7% 降至 23.9%，是非金融企业部门去杠杆的主要动力。非金融企业的银行贷款余额仍保持着较高增速。前三个季度分别上涨了 4.4、1.8 和 1.9 万亿元，其中中长期贷款的增量最高，贷款结构得到改善。银行贷款在一季度拉动杠杆率上升了 3.2 个百分点，而在二三季度未引起杠杆率变化。

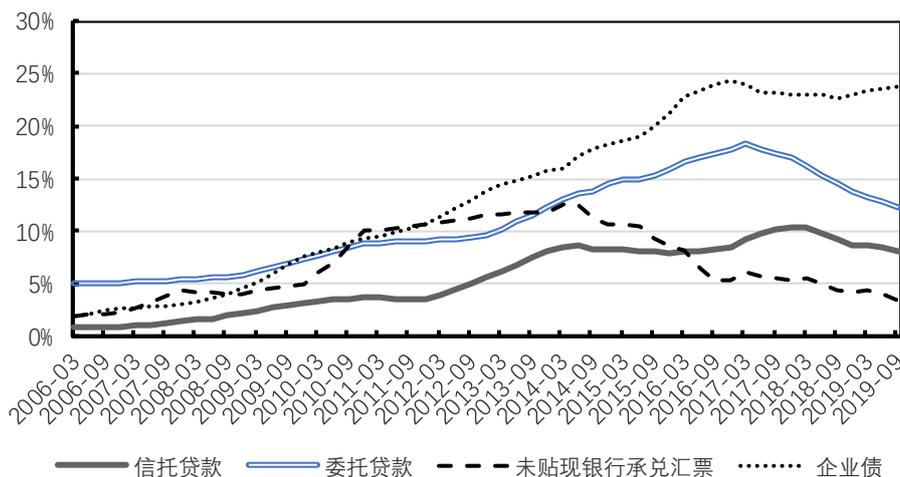


图 11 各类非金融企业非标融资余额占 GDP 比例

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

融资工具结构的变化对应着融资结构的进一步改善。首先，中长期贷款具有更高的稳定性，中长期贷款意味着对未来宏观经济稳定的预期以及更为稳定的资金需求。第二，表内的贷款融资有效避免了表外信用的套利行为，同时也有利于降低融资成本。表外融资的下降显示出影子银行资产规模下降以及真实资金成本的下降。第三，利率市场化改革引入 LPR 贷款定价机制后，整体贷款利率具有下降的趋势，企业融资结构向表内的中长期贷款转移将有利于企业部门进一步降低融资成本。

企业债券融资持续增加，对金融机构具有一定吸引力。但债券违约事件频发，2019 年企业债违约事件发生频率已超过 2018 年。截至 10 月末，已有 140 只企业债券发生违约，违约规模超过 1000 亿元。企业债券违约数量已经超过 2018 年全年之和，违约规模也已经接近 2018 年全年的水平。2018 年全年共有 125 只企业债发生违约，涉及规模 1209.6 亿元；而 2015-2017 年这三年里企业债违约规模总和仅有 846 亿元。宏观经济下行是企业债券违约的主要原因。我们认为未来企业债违约事件频发将成为常态，但并不会造成太大的金融体系风险。我国债券市场整体的违约规模和违约率仍处于较低水平，以 2018 年为例，当年年末的企业债存量规模为 20.1 万亿元，而违约债券所涉及到的规模仅为

1209.6 亿元，占比 0.6%，远低于银行的不良贷款率。**资本市场也将逐渐适应企业债违约的常态化。**

2019 年三季度末非金融企业债券余额 22.6 万亿元，其中城投债 8.5 万亿，占比为 38%。但前三个季度城投债新增规模为 0.8 万亿元，非金融企业债券新增 1.9 万亿，新增城投债占比 41%。由此可见，在新增企业债券中，城投债比例是有所提升的，而相应地民营企业占比会有所下降。金融去杠杆对非金融企业融资所产生的结构性扭曲依然存在。影子银行的发展虽然存在监管套利、资金空转、成本上升等问题，但客观上也支持了一些传统金融机构所无法覆盖的小微企业融资。一部分资金从传统的银行机构流入影子银行，再以非标融资的形式流入到民营企业和小微企业，虽然资金成本上升了，但也有助于这些企业获得信用支持。而**金融去杠杆的一个客观后果是堵塞了这一渠道，从结果上看增加了非金融企业融资中国企和融资平台的占比。我们认为这一困境只能通过金融供给侧改革来解决。**首先，要从根本上提升商业银行的投研能力，增强其对小微企业和民营企业的覆盖范围。其次，进一步发展资本市场，增加金融体系资金来源的多元性，降低对传统商业银行的依赖。通过多元化资本市场的发展来对小微企业和民营企业形成支持。

（三）政府杠杆率缓慢上升

政府部门杠杆率上升幅度较缓。前三季度共上升了 2.2 个百分点，从 37.0% 升至 39.2%，每个季度分别增长 0.7、0.8 和 0.7 个百分点。其中地方政府杠杆率在第三季度增长了 0.5 个百分点，从 22.0% 升至 22.5%，中央政府杠杆率增长了 0.2 个百分点，从 16.5% 升至 16.7%。和过去的杠杆率态势相比，今年前三季度政府部门杠杆率的上涨幅度尤为引人注目，这也符合我们关于政府要加杠杆的政策预期。

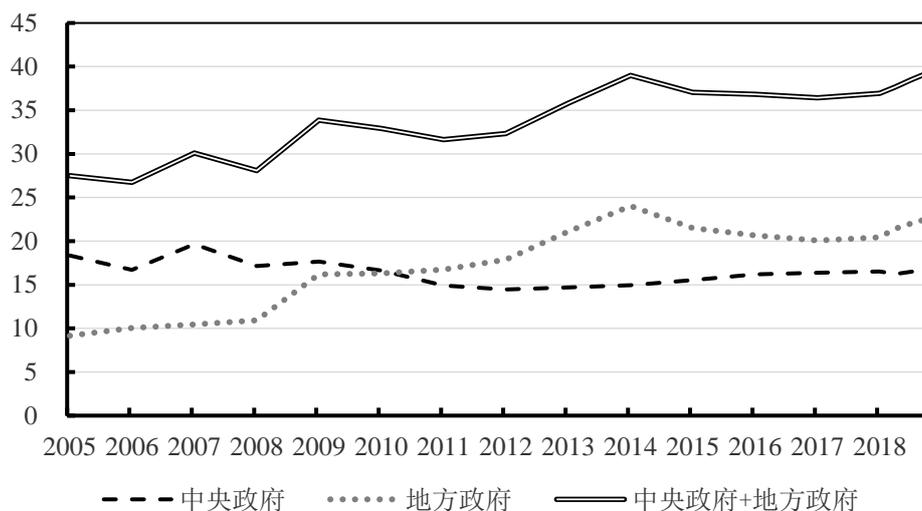


图 12 政府部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

2019 年全国人大批准的新增地方政府债务限额为 3.08 万亿元，其中新增一般债务限额 9300 亿元，新增专项债务限额 2.15 万亿元。国务院常务会议要求今年限额以内的地方政府专项债务要确保在 9 月底全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。根据我们的统计，2019 年前三季度，新增一般债务与专项债务规模分别为 9046 亿元和 21242 亿元，共计增加了 3.03 万亿元，已经基本完成了全年限额，如表 1 所示。

表 1 地方政府债务余额 (亿元)

	债券			非债券存量债务			债券与其他债务合计		
	一般	专项	合计	一般	专项	合计	一般	专项	合计
2018 年末余额	108040	72671	180711	1899	1252	3151	109939	73923	183862
2019 年 3 季度末余额	117095	94329	211424	1890	836	2727	118985	95165	214150
增加额	9055	21658	30713	-9	-416	-424	9046	21242	30288
新增债务限额							9300	21500	30800

资料来源：财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

另据国家统计局 9 月 16 日透露，明年新增的专项债务额度将在今年提前发行。根据全国人大的批准，2019 年初至 2022 年末，当年新增地方政府债务限额的 60% 以内可以提前下达到下一年度的新增限额。也就是说在 2020 年两会前，地方政府拥有约 1.8 万亿元的债务发行额度。我们统计 10 月 1 日至 27 日，地方政府债券发行量为 5742.5 亿元，但由于部分债券到期，地方政府债券余额下降了 342.3 亿元。四季度地方政府杠杆率的变化还将取决于多少额度提前至今年四季度发行。

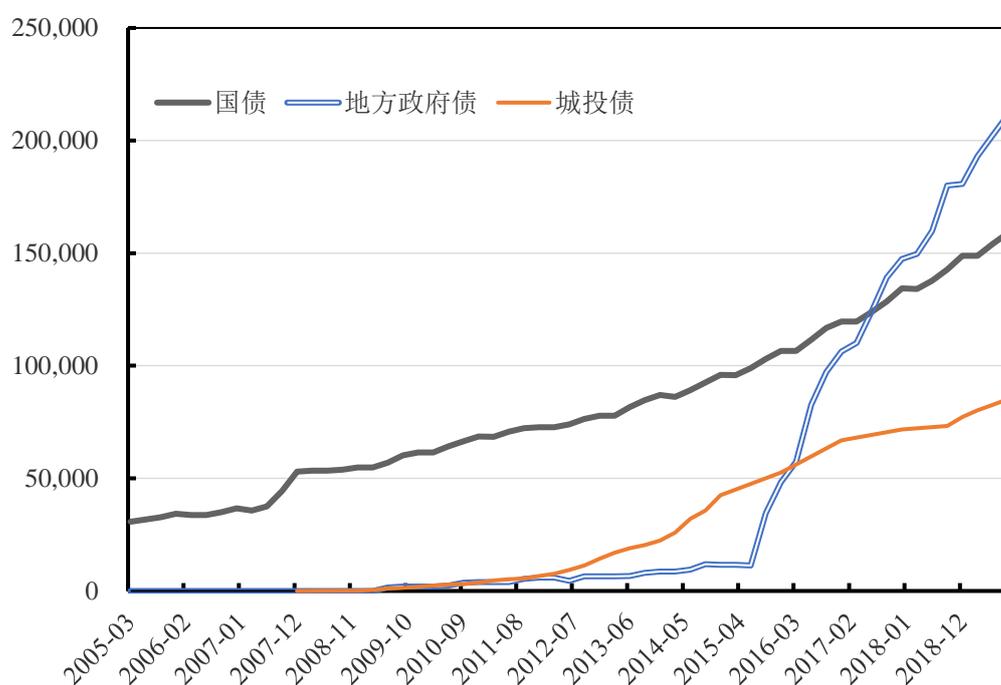


图 13 政府债券规模 (亿元)

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

今明两年还不是偿债的高峰期。截至三季度末，地方政府债券总规模为 21.1 万亿元。其中，今明两年即将到期的债务规模为 2.3 万亿元，占比 11%；2021-2022 年到期的债务占比 26%。集中到期高峰位于 2023-2024 年，这两年将有 29% 的当前债务规模到期。三季度末城投债余额为 8.5 万亿元，今明两年到期规模占比 23%，2021-2022 年到期规模占比 39%，2023-2024 年到期规模占比 30%。城投债到期日基本都在 2024 年之前。

表 2 地方政府债券和城投债到期规模（亿元）及占比

	地方政府债券		城投债		合计	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总计	211424	100%	85224	100%	296648	100%
2019-2020 年到期	22790	11%	19624	23%	42414	14%
2021-2022 年到期	53934	26%	33002	39%	86935	29%
2023-2024 年到期	60461	29%	25145	30%	85606	29%
2025-2030 年到期	66471	31%	6810	8%	73281	25%
2031-2050 年到期	7768	4%	643	1%	8411	3%

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

地方政府债务增速与宏观经济走势密切相关。2018 年受结构性去杠杆的影响，基建投资急速下跌，全年基建投资仅为 1.8%，其中不含电力的基建投资增速为 3.8%。2019 年基建投资增速有回暖趋势，但整体依旧较为缓慢，9 月末这两类投资的累计增速分别为 3.4% 和 4.5%，仍处于历史较低水平。基建投资的增长势头主要取决于政府资金的支撑，政府支出下降通过乘数效应也拖累了宏观经济的整体增速。

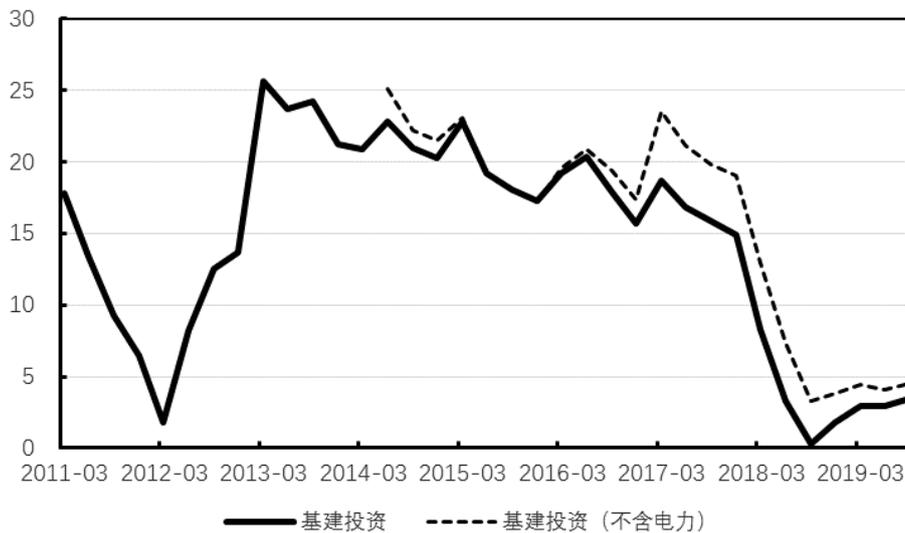


图 14 固定资产投资及分项的同比增速 (%)

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

纵观我国地方政府债务的发展与监管过程，其周期性规律是较为明显的。地方政府债务大规模发展是在 2008 年金融危机之后。2009 年由中央财政代发地方债开始，每年新增 2000 亿元的

规模，这是地方政府显性债务的开端。更重要的是，2009 年地方政府融资平台开始大量出现，地方政府也通过给平台担保的方式积累了政府隐性债务。债务规模的上升造成了风险的积累，这一问题日益受到重视，2018 年地方政府隐性债务得到初步控制。但近期对地方政府债务的监管又出现了边际放松的迹象。2018 年末的中央经济工作会议提出，“2019 年积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”，强调了宏观政策的逆周期调节功能。无论是新一轮隐性债务置换，还是专项债可充当资本金的规定，都是在充分认识到地方政府隐性债务大量存在以及债务到期还本付息压力较大的事实基础上，为防范债务违约导致系统性金融风险所作出的政策调整。

从地方政府债务发展和监管的周期性规律可以看出，我国地方政府债务问题并非孤立的存在，而是关系到宏观经济增长、金融体系稳定以及政府债务可持续性的重要环节。地方政府债务大量积累的主要原因可归纳为以下三点。

一是地方财权与事权的不统一。1994 年分税制改革导致地方政府的收支严重不匹配，地方财政收入占比从 1993 年的 78% 降至 1994 年的 44%，之后长期在 40-50% 之间波动，而地方财政支出占比则始终保持在较高的水平上，2018 年达到 85%。地方政府并未由于本级财政收入的下降而减少支出，相反其财政支出在全国财政支出的占比及与 GDP 之比都是在上升的。从图中可以看出 2015 年以来，地方财政收支缺口不断拉大，成为地方政府举债融资的重要原因。

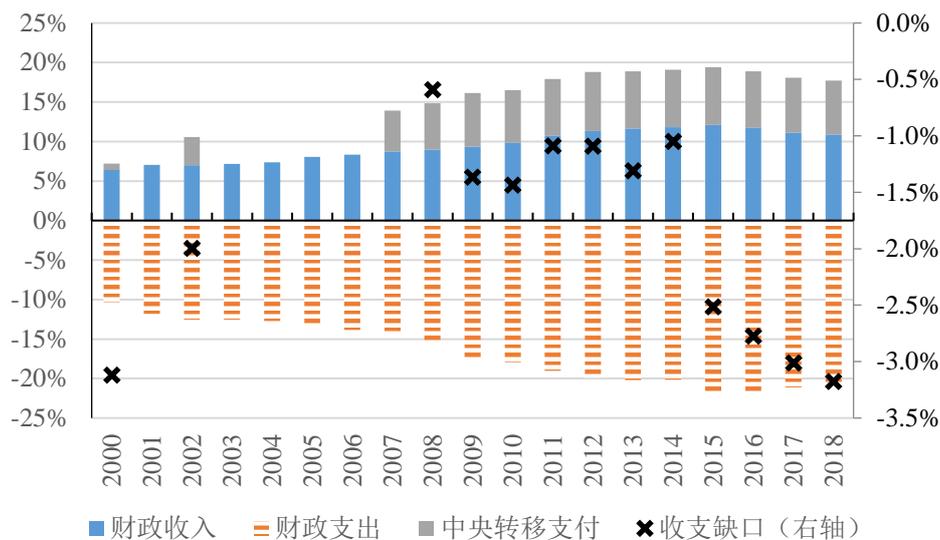


图 15 地方政府财政收支及缺口与名义 GDP 之比

数据来源：CEIC；国家资产负债表研究中心。

注：中央转移支付和地方收支缺口数据部分年份缺失。

二是地方政府在经济发展中所起的关键作用。我国地方政府除了提供公共服务类支出外，还在宏观经济中扮演着准公司的角色，通过开展大规模公共投资来促进经济增长。地方政府依靠举债投资来拉动经济增长具有相当强的内生动力，既带动当地经济增长和财政收入，更能促进地区就业增长。尤其是全球金融危机以来，我国经济快速恢复得益于大规模的财政刺激，而资金来源也主要是通过地方政府的举债。大量实证分析已经发现，基层政府之间的竞争是解释中国经济增长奇迹的重要因素。这也是自 2014 年以来虽然中央多次出台措施管控地方政府的违规举债行为，但这一问题仍屡禁不止，各类花样翻新的地方政府隐性债务仍层出不穷的原因。

三是我国地方政府还承担着重要的宏观调控任务。每当经济出现下行需要“逆周期”调控时，地方政府总是充当关键的角色。数十万亿地方政府债务中，约有 40% 是配合宏观调控而被动产生的，其中最典型的是地方政府融资平台。而逆周期的宏观调控是处理好稳增长和防风险之间平衡的重点。习近平总书记在 2019 年 2 月份关于金融供给侧改革的讲话中指出，“实体经济健

康发展是防范化解风险的基础。要注意在稳增长的基础上防风险，强化财政政策、货币政策的逆周期调节作用，确保经济运行在合理区间，坚持在推动高质量发展中防范化解风险”。经济增速下行过快，不但没有实现稳增长目标，各类风险也更容易暴露。因此，地方政府倾向于通过举债融资来对冲经济周期下行的不利影响。

只有从以上三个问题入手才能较好地化解地方政府债务风险，否则难免头痛医头、脚痛医脚，效果并不好。解决地方政府债务问题并非一味地堵住政府的融资来源，而是应疏堵结合，“开前门、堵后门”，既要控制债务风险，同时也要满足地方政府合理的资金来源。具体路径包括两点：**债务方开更多的前门，资产方进一步增加资金使用效率。**

首先是适度增加财政赤字和中央政府的杠杆率。我们估算地方政府融资平台每年的利息支出约有 3 万亿元，而当前地方债务新增额度也为 3 万亿元左右，明显不足。尤其是在短期内，由于地方隐性债务的还本付息压力较大，既限制了地方政府新增基建投资支出，也增加了城投债务的违约风险。中央政府举债将有助于缓解这一矛盾。中央财政的主权债务评级有利于降低债务成本，且其货币发行主权也有助于降低债务的风险。这里尤其需要强调的是央行与财政当局的协调配合，以降低中央政府杠杆率增加对资本市场的冲击。我们可以分别从国债的持有者结构和央行资产负债表这两个角度来认识这种协调配合的必要性。

从国债资产的持有者结构来看，2019 年三季度末，中央政府债券约为 15.9 万亿元，其中仅有 1.5 万亿被央行所持有，仅占国债总规模的 10%，如图 16 所示。而根据中债估值中心所统计的三季度末 14.6 万亿元记账式国债余额中，约有 64% 被商业银行所持有。可见国债的持有者主要是商业银行，而中央银行占比极为有限。在整体流动性环境保持稳定的情况下，商业银行很难增加对国债资产的配置。用国债来替换地方政府隐性债务会相应

增加国债的供给，冲击债券市场的稳定性。这一问题的解决将有赖于央行对国债提供额外的需求，以此来平稳金融体系。

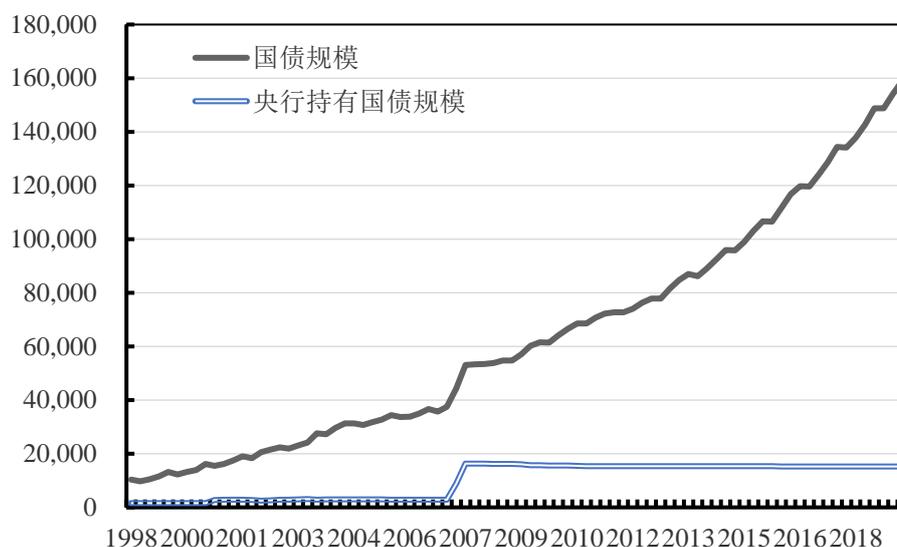


图 16 国债规模及央行持有规模（万亿元）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

从中央银行自身的资产负债表来看，外汇占款在很长时间内都是货币发行的基础资产。央行通过买入外汇发行基础货币。但 2014 年之后，随着国际资本账户趋于平衡，外汇储备不再增长，央行也改变了货币发行机制，通过众多创新型工具来增加对商业银行的债权，发行基础货币。而国债始终在央行资产负债表中占比较低。我们认为中央银行可以适当调整货币发行机制，减少各种“粉”类的货币发行工具，转而将国债形成基础资产。这有利于中央银行重新形成一个类似于外汇占款的货币发行基础。具体的操作机制可以进一步探讨，以防止央行完全被动地为财政赤字货币化买单。形成有效的制度化约束是央行增持国债的重要前提。

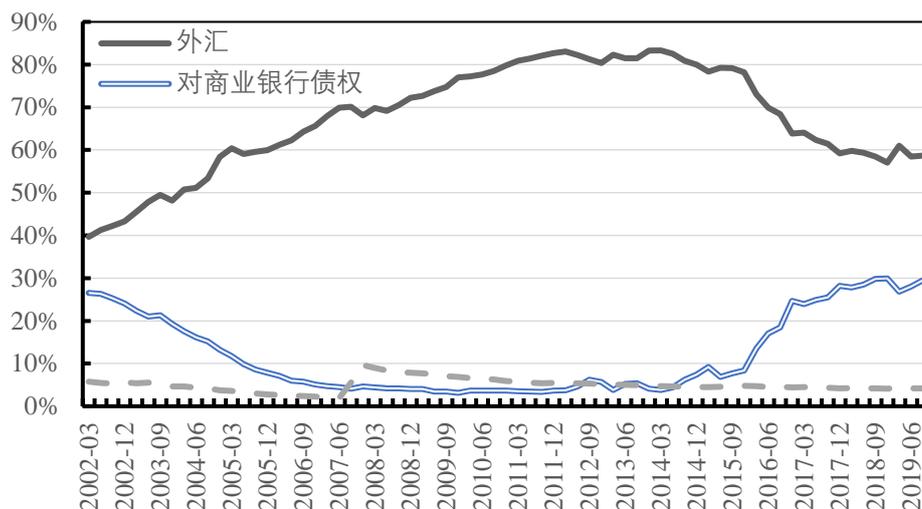


图 17 中央银行总资产中几大类资产占比

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

其次是进一步盘活政府资产，增加资金使用效率。过去几年里，在政府债务率上升的同时，政府存款也在快速增长，且存量规模庞大。截至 2019 年三季度末，我国政府存款规模达到 35.7 万亿元，其中财政性存款 4.9 万亿，机关团体存款 30.8 万亿，共占名义 GDP 的 37.5%。其增速也较快，前三季度政府存款共增长了 3.0 万亿元，其中财政性存款增长了 0.8 万亿，机关团体存款增长了 2.2 万亿。政府存款增加的规模（3.0 万亿元）占政府债务增加规模（4.0 万亿元）的一大部分。政府部门的债务虽然仍在上涨，但其存款也相应上涨，且二者涨幅极为相似。

图 18 构造了政府净债务的概念，即用政府债务减去政府存款（包括财政性存款和机关团体存款）来表示政府的净债务，并计算政府净债务与名义 GDP 之比。可以看出自 2011 年以来政府净债务与名义 GDP 之比出现大幅下降，也就是说 2011 年之后虽然政府杠杆率还在提高，但政府债务并没有相应支出，而是形成了政府存款。2015-2018 年政府净债务与 GDP 之比继续下降，大部分时期净债务小于 0，即债务小于存款。政府部门虽然靠发债融资弥补了部分资金缺口，但另一部分政府资金并没有被有效的支出，而形成了存款资产。这一问题在 2019 年有所缓解，但政府资金利用效率仍然不高。

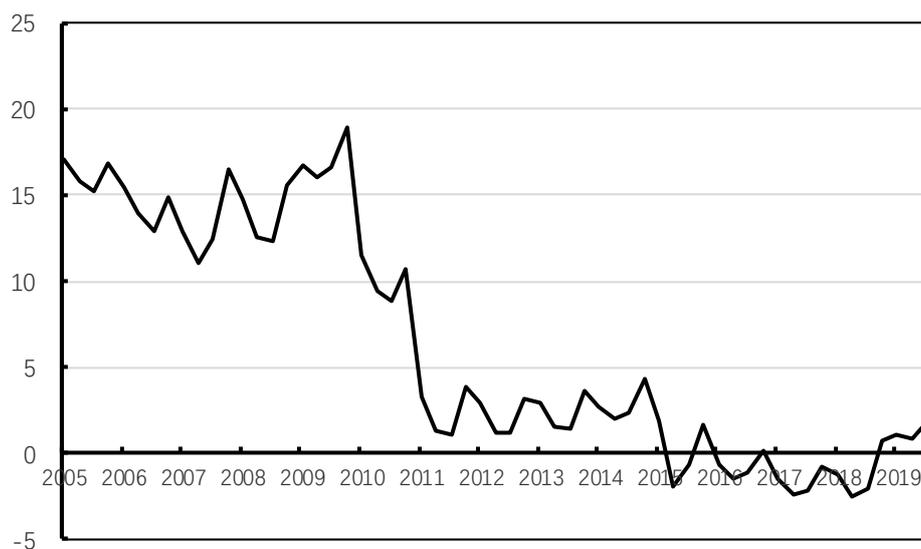


图 18 政府净债务与 GDP 之比 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

虽然政府存款以机关团体存款为主，并非中央财政可直接调动，但可以通过加强对预算执行进度的考核等方式来督促这些部分提高资金运用效率。如果能够盘活这部分政府存款，便可以在不直接提高政府杠杆率的情况下增加政府支出，拉动经济增长。

(四) 金融部门杠杆率继续回落

金融部门杠杆率刻画的是金融部门内部的资产负债关系，是金融部门运行效率的体现。资产方统计口径杠杆率由二季度末的 58.7% 继续下降至 55.8%，下降了 2.9 个百分点；负债方口径杠杆率由二季度末的 58.7% 升至 59.4%，上升了 0.7 个百分点。全年前三个季度来看，资产方口径杠杆率下降了 4.8 个百分点，负债方口径杠杆率下降了 1.5 个百分点。金融去杠杆的速度有所减慢。

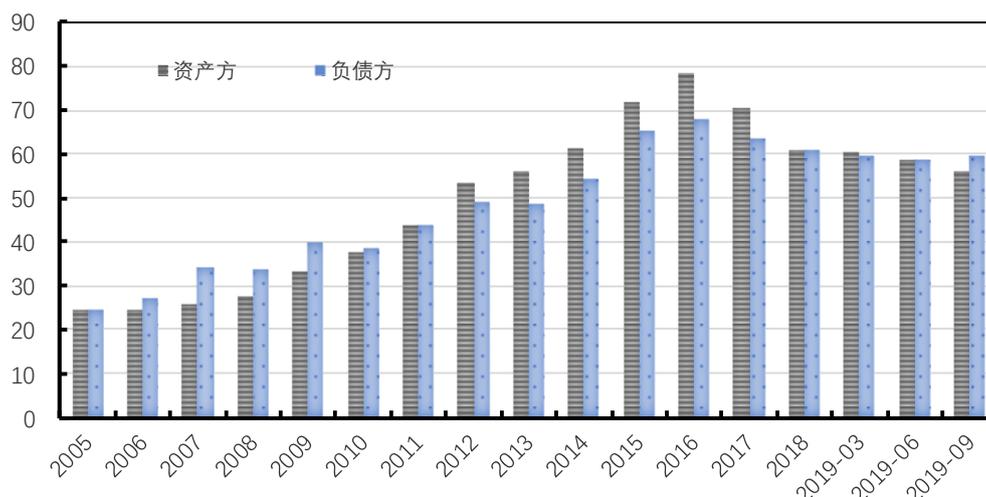


图 19 宽口径金融部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

金融部门杠杆率自 2016 年末达到峰值后，近几年来降幅明显。由于各项严监管政策，银行表外业务收缩明显，“脱实向虚”基本得到遏制，金融去杠杆成效逐步显现。今年三季度，金融去杠杆的速度放缓，尤其是从负债方所统计的金融杠杆率还略有上升，显示金融系统内部拆借活动的增加，也反映出政策面对于保增长所作出的适应性调整。

从银行的角度来看，三季度商业银行总资产同比增速为 8.2%，相较 2018 年末上升了 1.4 个百分点，其增速见底回升也反映出金融体系的监管环境出现缓和。但从同业资产和负债来看，其在银行总资产和负债中所占比例依然在下降。银行同业资产占总资产的比例从 2018 年末的 20.5% 下降至 18.7%，银行同业负债占总负债的比例从 20.6% 下降至 19.9%。2010 年至 2016 年这六年间，银行同业资产和负债占总资产和负债的比例呈现不断上升趋势，这一现象导致金融机构内部不合理的资产负债链条拉长，各类监管套利、政策套利活动增多。随着监管力度的加强，银行同业资产和同业负债自 2017 年开始呈现同时收缩的趋势，银行业资产质量保持稳定，促使金融业回归本源，更有效地服务实体经济。

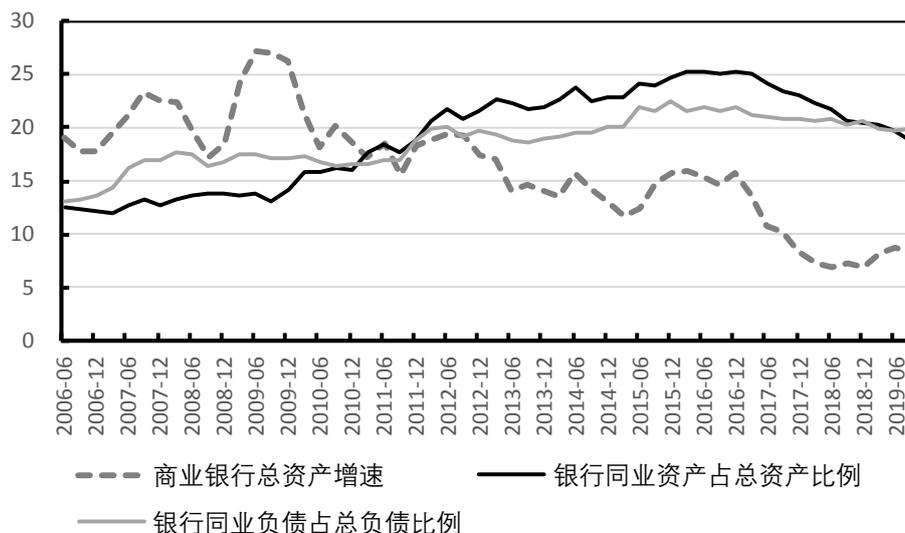


图 20 商业银行总资产增速及同业资产与负债占比 (%)

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

三、未来杠杆率走势判断与政策建议

三季度经济增长率 6.0%，对于“破 6”增长下行的担心进一步增强。中美经贸谈判有了一些进展，第一阶段协议似已达成，但未来的不确定性仍然较大。2020 年全面建成小康社会任务艰巨，时间也只剩下五个季度。所有这些都一个明确的指向——“稳增长”。稳增长必须要有宏观杠杆率的支撑，而宏观杠杆率的上升又意味着风险加剧。如何取得稳增长与稳杠杆之间的平衡，无异于在锋刃上行走。

分季度看，一季度杠杆率攀升过快，二季度收缩得太快，三季度较为温和。一季度报告中，我们强调了杠杆率攀升过快的风险，并指出如果一个季度增幅超过 5 个百分点，全年增幅可能会接近 10 个百分点。针对二季度杠杆率收缩得太快，当季仅上升 0.7 个百分点，我们又呼吁，稳增长的助力可能不够。果然三季度的经济增长不尽如人意，勉强达到 6%。三季度宏观杠杆率上升了 1.6 个百分点，相比二季度，升幅已经有所回稳，但从保增长的角度，这样的力度可能并不够。不过，宏观杠杆率的不断攀升也意味着风险的不不断积累。因此，不能一味地加杠杆，而是要在调整宏观杠杆率内部结构上做文章；同时还需要借助其它力量

来稳增长，这里特别要提到的是加快推进供给侧结构性改革，提振信心，调动各方面积极性。

居民杠杆率仍需保持适度稳定。无论是 2008-2018 年每年平均 3.5 个百分点的居民杠杆率升幅，还是今年前三季度单季一个百分点的增幅，都是比较快的速度。从稳杠杆政策的角度，居民杠杆率升幅仍处在一个相对合理的范围。重要的是，考虑到居民杠杆率与房价的密切关系（我们在此前的杠杆率报告中都有详细的论述），居民杠杆率的稳定也保证了房价的稳定。从另一个角度看，嚷嚷“居民去杠杆”是要不得的，因为这会带来连锁反应。

企业去杠杆要更有针对性。自 2017 年二季度以来的十个季度中，非金融企业杠杆率除了有两个季度有所回升（包括今年一季度攀升了 3.3 个百分点），其余各季度都是下降，由 2017 年一季度的 161.4% 下降到今年三季度的 155.6%，共下降了 5.8 个百分点，这是去杠杆非常大的成绩。但值得关注的是，到底去了谁的杠杆？主要还是民企，国企债务占比基本处于上升态势，现在已经占到大约六成多。考虑到企业杠杆率与经济景气周期特别是 PPI 的关联，企业去杠杆要更有针对性。我们认为，企业去杠杆主要是国企去杠杆，而国企去杠杆主要是僵尸国企和融资平台（2015 年《新预算法》以后，融资平台债务就从地方政府部门转到了企业部门）。

政府加杠杆需要相应的制度配合。我们的杠杆率报告一直呼吁中央政府加杠杆。但怎么加？具体实施路径是什么？这些都是需要考虑的，特别是要有相应的制度配合。首先，中央政府加杠杆，可能需要容忍赤字率的有所上升，这在年初的预算中就要考虑。其次，中央政府加杠杆意味着增发国债（有专家建议增发“特别国债”），同时要求央行增持国债。这在某种程度上会形成所谓的“财政赤字货币化”。因此，为防止这一情况的出现，需要形成有效的制度化约束。第三，中央政府所加的杠杆主要用于置换地方的隐性债务，这会面临央地之间的博弈。如何设计好相应的

机制，也是达成更有效地置换地方隐性债务、减少道德风险的重要方面。

最后需要强调，从稳增长与防风险的平衡角度出发，一味加杠杆是行不通的，除了在杠杆率内部结构上做文章，还需要在供给侧结构性改革方面发力，提振信心，调动各方面积极性。特别是调动民营经济的积极性，放宽市场准入；调整收入分配格局，释放消费潜力；进一步扩大开放，寻求新的全球化红利。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。