



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

## 宏观杠杆率

张晓晶

刘磊

2020年4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 2 月份发布。

# 宏观杠杆率急速飙升 总体债务扩张并未失控

## 摘要

受疫情影响，1 季度宏观杠杆率出现意料中的飙升，但增幅仍低于历史峰值。这充分展现出政府在政策扩张时的定力，未置风险于不顾。

2020 年 1 季度的企业杠杆率大幅攀升到 161.1%，但仅比 2017 年 1 季度 160.4% 的历史高点多了不到 1 个百分点。这表明过去几年的稳（去）杠杆政策客观上为当前的扩张创造了条件。

我们测算的窄口径和宽口径下地方政府隐性债务分别约占 GDP 的 20% 和 55%；加上显性政府杠杆率，则会达到 60% 或 95%。我们的窄口径估算值与国际货币基金组织估算我国 2019 年政府杠杆率为 54.4% 的结果较为接近。

无论从中央政府的能力（政策空间）还是财政政策的效果来看，政府加杠杆托住疫情下的增长都将责无旁贷，其年度杠杆率增幅或将超过居民部门和非金融企业部门。

房地产政策除了“房住不炒”，还应“收放自如”。“房住不炒、因城施策、长效机制”是房地产发展的基本方针，但无论是从应对疫情冲击角度还是提升治理水平角度，都需要增加一条，“收放自如”。

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

中国社科院经济研究所  
副所长

● 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

地方政府债务

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

# 目 录

一、总体判断：实体杠杆率急速飙升 .....	1
二、分部门杠杆率分析 .....	2
(一) 居民杠杆率较快上升，相对其它部门增速放缓 .....	2
(二) 非金融企业杠杆率大幅攀升，贷款增加量达历史峰值 ..	7
(三) 政府杠杆率增长提速，加杠杆还有空间 .....	9
(四) 金融杠杆率增幅有限，金融监管彰显定力 .....	11
三、相关政策建议 .....	13
(一) 世纪性疫情冲击，政府加杠杆责无旁贷 .....	13
(二) 房地产政策除了“房住不炒”，还应“收放自如” .....	13
(三) 派发现金、消费券与实物补贴，多管齐下促消费 .....	14

## 一、总体判断：实体杠杆率急速飙升

2020年1季度，受新冠疫情影响，我国经济出现负增长，实际GDP同比下降了6.8%，名义GDP同比下降了5.3%。实体经济杠杆率大幅攀升，从2019年末的245.4%升至259.3%，一个季度上升了13.9个百分点。与此同时，M2/GDP和社融存量/GDP也都出现了大幅上升，分别上升了12.0和14.2个百分点。

分部门来看，非金融企业部门是1季度杠杆率上升的主要原因，居民和政府部门的杠杆率都增幅有限。非金融企业部门杠杆率从2019年末的151.3%上升至161.1%，提高了9.8个百分点。居民部门杠杆率从2019年末的55.8%升至57.7%，上涨了1.9个百分点。政府杠杆率从2019年末的38.3%升至40.5%，上涨了2.2个百分点。其中，中央政府杠杆率从16.8%上升至17.2%，地方政府从21.5%上升至23.3%。金融部门杠杆率略有上升，资产方统计口径从2019年末的54.8%升至57.7%；负债方统计口径的金融杠杆率从59.9%升至60.9%。

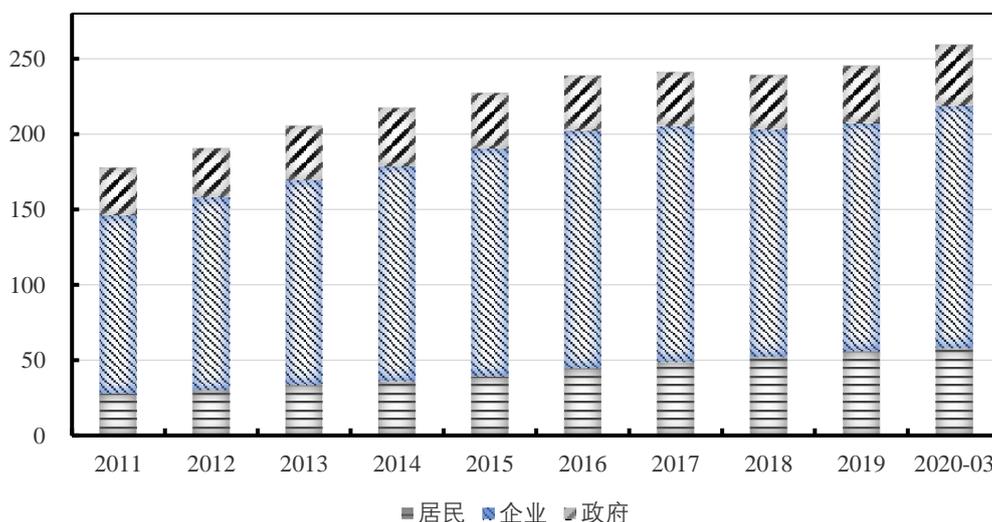


图1 实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

与今年1季度相对可比的是应对2008年国际金融危机时的情况。当时中国经济也面临较大的负面冲击，且在2008年底推出了

大规模的经济刺激计划。2009年全年杠杆率上升了31.8个百分点，其中前两个季度分别上升了14.2和11.2个百分点。与之相比，今年1季度我国宏观杠杆率增加13.9个百分点，低于2009年1季度的增长幅度。从债务扩张来看，2009年1季度债务规模和M2环比分别上升了11.6%和11.7%，而今年1季度这两个指标的环比增幅仅为4.4%和4.8%。尽管本次疫情冲击远甚2008年的危机，但债务扩张规模有限。这充分展现出政府在扩张时的定力，未置风险于不顾。或许有人就此指责政府扩张力度不够，甚至强调这时候考虑风险“不合时宜”。我们却不这样认为。是否有一揽子纾困或刺激计划，是否有足够的政府支持力度，并不完全由宏观杠杆率来体现，更不能说宏观杠杆率越高越“给力”。

可能有人要提出质疑：为什么GDP增速跌到了-6.8%，杠杆率攀升却没有预想的那么高？这里需要作一下简单说明（此前的季度报告对估算方法有介绍）。我们在宏观杠杆率计算中遵循的是国际清算银行（BIS）的方法，采用四个季度的滚动GDP作为分母，使得杠杆率的变动更为平稳。正是前三个季度的GDP增长为本季度的GDP负增长起到了平滑作用。如果仅以年化的1季度GDP作为分母的话，则杠杆率会从2019年末的245%上升到271%，升幅要大得多。

## 二、分部门杠杆率分析

### （一）居民杠杆率较快上升，相对其它部门增速放缓

2020年1季度居民杠杆率从2019年末的55.8%上升至57.7%，提高了1.9个百分点。从历史比较来看，这一上升幅度仅次于2010年1季度2.2个百分点的增幅。尽管受疫情冲击，今年1季度居民杠杆率上升较快，但相对于企业与政府部门，这样的增幅并不算高。在1季度宏观杠杆率13.9个百分点的增幅中，企业杠杆率的攀升贡献了七成，政府杠杆率贡献了16%，居民杠杆率仅贡献了

14%；而前些年居民杠杆率攀升的贡献都占主导。未来几个季度，随着疫情得到控制，经济逐渐恢复正常，各方面贷款需求上升，预期居民杠杆率会出现较快攀升。

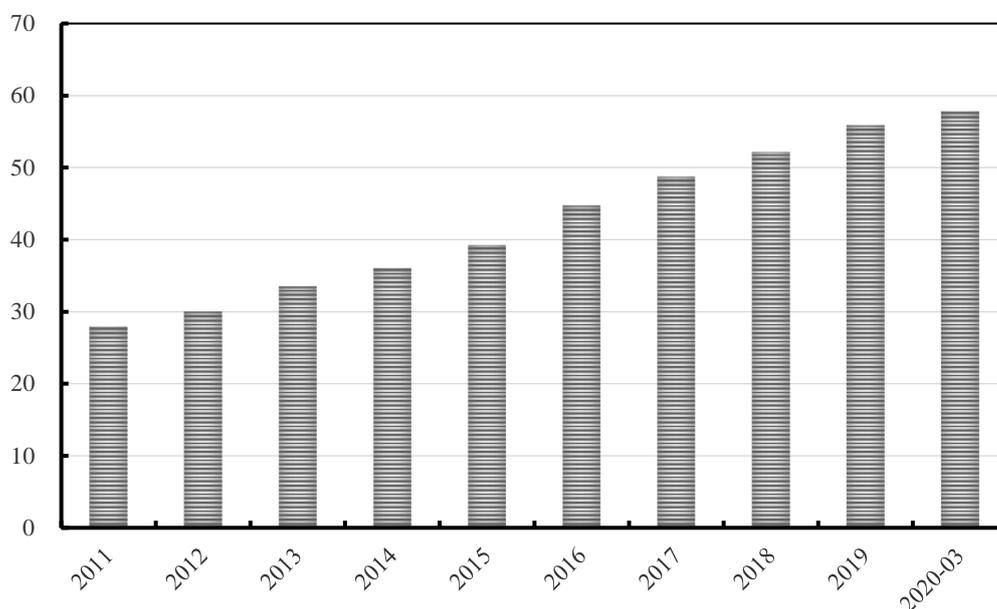


图2 居民部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

首先，居民资产负债表在“修复”。居民资产负债表的“修复”是指，在未来收入增长比较悲观的预期下，居民增加储蓄，减少消费，来修复自身的资产负债表，降低杠杆率。今年1季度全国城镇和农村居民可支配收入累计同比分别降低了3.9%和4.7%。但居民存款却大幅度上升，存款余额从2019年末的82.1万亿增长至88.6万亿，增加了6.5万亿元，一个季度环比上升了7.9%。这体现出居民部门“修复”资产负债表的迹象。不过，这种“修复”，既有预期未来收入下降、主动增加储蓄的因素，也有因控制疫情采取的各种“隔离”导致居民消费支出大幅下滑所带来的被动修复。

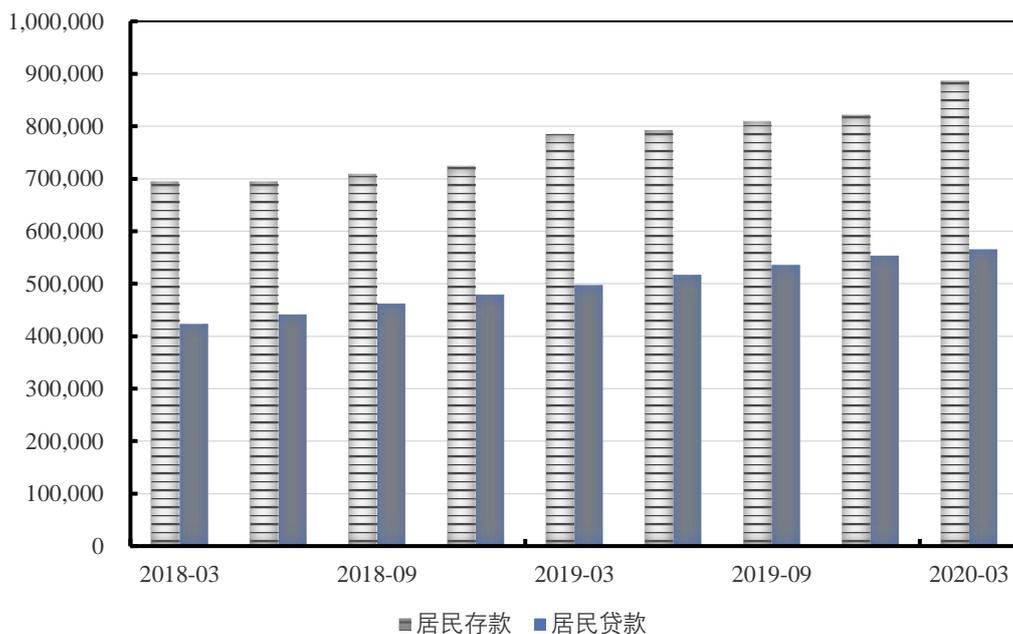


图3 居民部门存款和贷款 (亿元)

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

今年1季度社会消费品零售总额同比增速下降至-19.0%；与之相对应，居民短期消费贷款也从2019年末的99.3万亿下降至今年1季度的77.2万亿元，同比增幅为-11.3%。居民增加存款、减少贷款是修复资产负债表的典型表现，导致其杠杆率上升幅度有限。

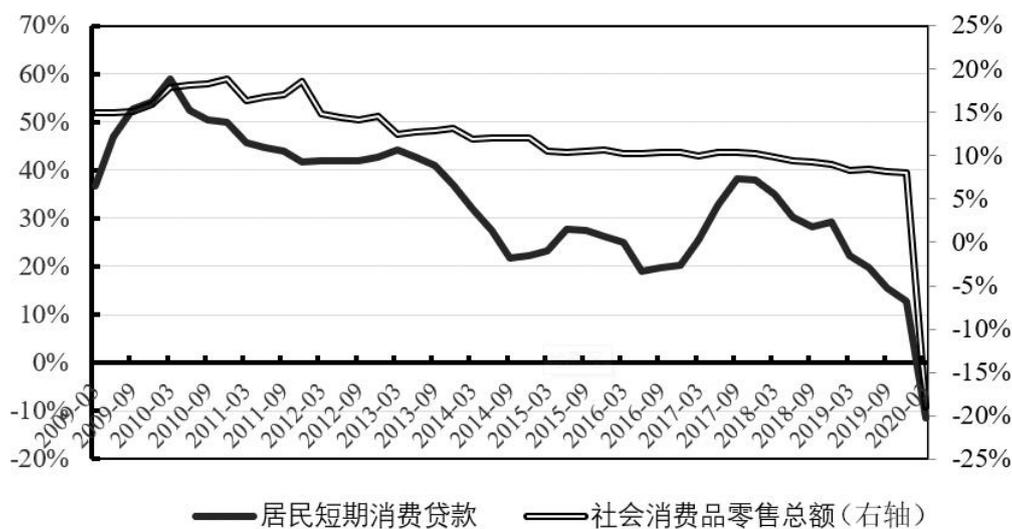


图4 居民部门短期贷款和社会消费品零售总额同比增速

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

其次，居民短期消费贷与房贷形成强烈反差。从居民各类贷款来看，1季度，居民短期消费贷下降11.3%，而住房按揭贷款与居民经营性贷款则分别上升15.3%和13.0%。今年1季度房地产成交虽然低迷，但居民住房按揭贷款仍有一定幅度上升，与短期消费贷款的下降形成鲜明对比。以十大城市房地产成交套数来看，今年2月份仅成交了1.4万套，不到去年同期的一半，3月份有所恢复。与之相对应的个人住房贷款余额在1季度仍环比上升了3%，从2019年末的30.2万亿增至31.1万亿元。从居民经营性贷款与住房按揭贷款保持较高增速，而消费贷大幅下滑来看，消费受到极大冲击，但购房所受影响相对较小；并且，可能存在经营贷违规进入房地产的情况。

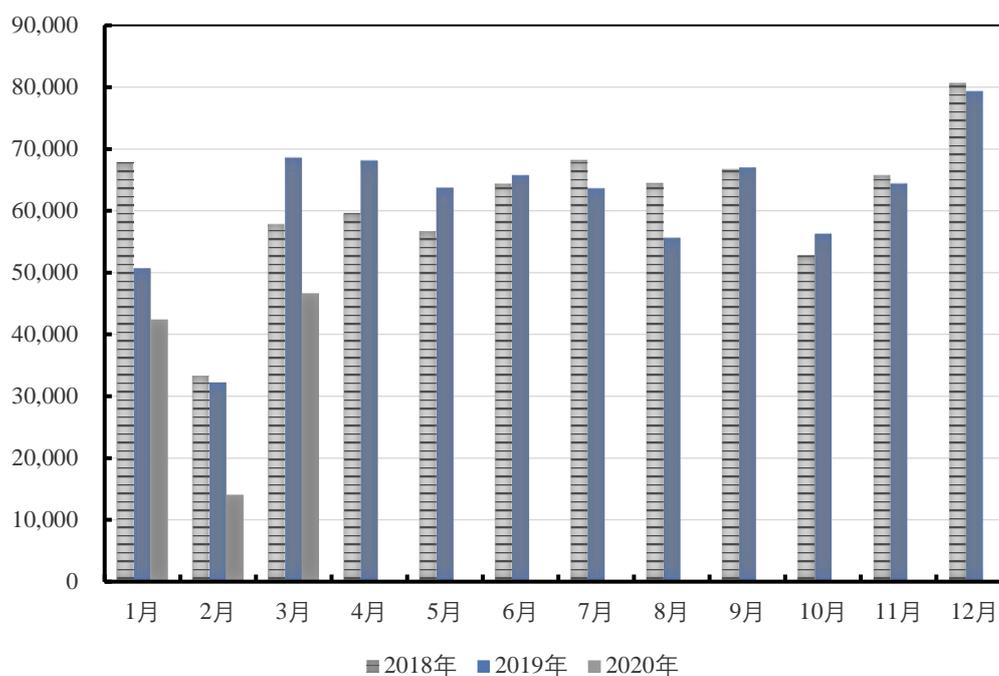


图5 十大城市商品房成交套数

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

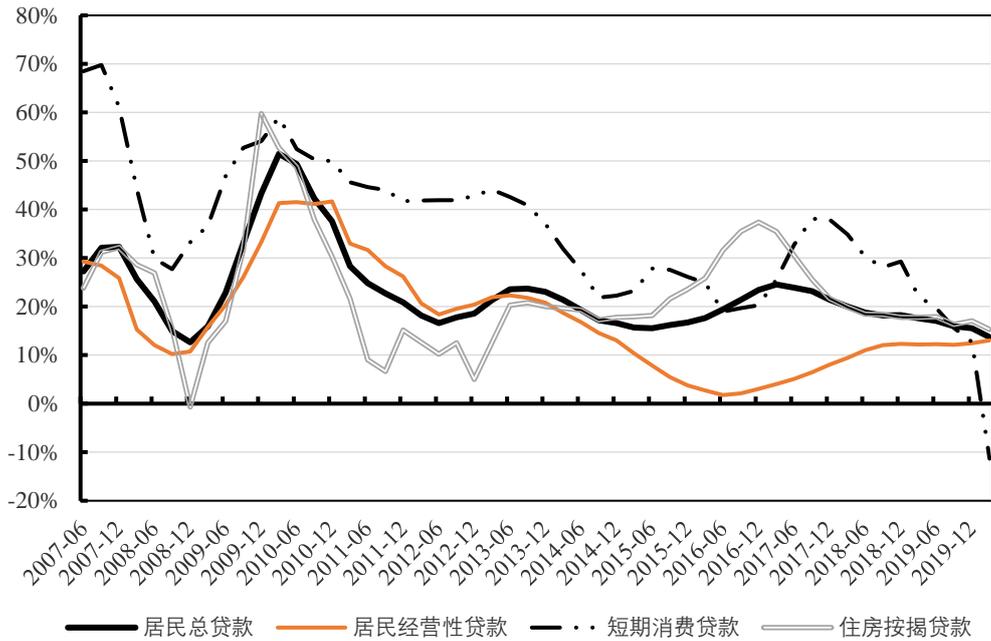


图6 居民各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

第三,较高的居民储蓄及其形成的资产存量在居民收入增长面临困难时可支撑居民消费。从过去10年的平均水平来看,居民部门的可支配收入占到GDP总量的60%,居民消费占到GDP总量的40%。由于居民部门长期较高的储蓄率,积累了大量的非金融资产和金融资产。人民银行在最新公布的城镇居民家庭资产负债表情况调查中,揭示我国城镇居民户均总资产为317.9万元。如果根据统计局公布的2018年平均家庭户规模为3人,城镇居民人均可支配收入为3.9万元,则户均总资产与户均总收入的比例为27。这一比例可能会略高于中国真实的家庭资产与收入之比,但也从侧面反映出了过去长期的居民储蓄所形成的大量资产。

今年1季度居民可支配收入增长受到影响,根据西南财大的中国家庭财富指数研究报告,除了具有稳定职业和中高收入群体外,职工的工资收入均有不同幅度的减少。这部分收入降低是否为一次性冲击,还是会形成持久性收入下降,主要取决于未来宏观经济的恢复以及在收入分配中居民收入占比的变化。

受疫情影响,居民收入增长面临困难。这个时候,居民储蓄

及其形成的资产存量能够起到支撑消费的作用。但考虑到资产分布的不平等，对于低收入或其他困难群体，政府需要通过直接转移支付或派发现金的方式，来刺激居民消费。

## （二）非金融企业杠杆率大幅攀升，贷款增加量达历史峰值

2020年1季度，非金融企业杠杆率从2019年末的151.3%升至161.1%，上升了9.8个百分点。企业杠杆率上升幅度较大，同时受到分子和分母两方面的作用。分母GDP的大幅度下行是主要原因，分子上银行降息和放松信贷也导致了企业杠杆率的抬升。

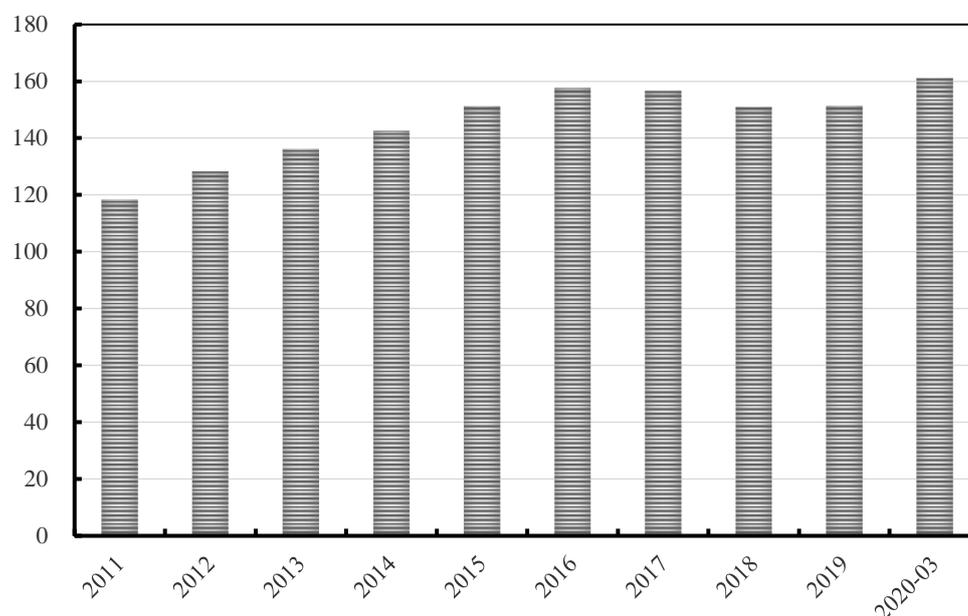


图7 非金融企业部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

首先，信贷放松、贷款利率下降是对冲经济下行的手段。从信贷上看，1季度人民币对非金融企业的贷款余额增加了6.27万亿元，增加量也达到了单季度增长的历史峰值，环比增加了6.4%。预计这其中小微普惠贷款占比较高。从融资成本上看，年初至今，1年期中期借贷便利（MLF）利率从3.25%降至2.95%，下降了30个基点。而贷款市场报价利率（LPR）分别在2月和4月进行

了两次下调。其中2月份的下调中，1年期和5年期利率都下调了5个基点，4月份的下调中，1年期和5年期分别下调了20个基点和10个基点，短期贷款利率下调幅度更大。这有利于抑制房地产的投资冲动（住房按揭贷款主要是长期贷款），并增加对企业经营的贷款支持。

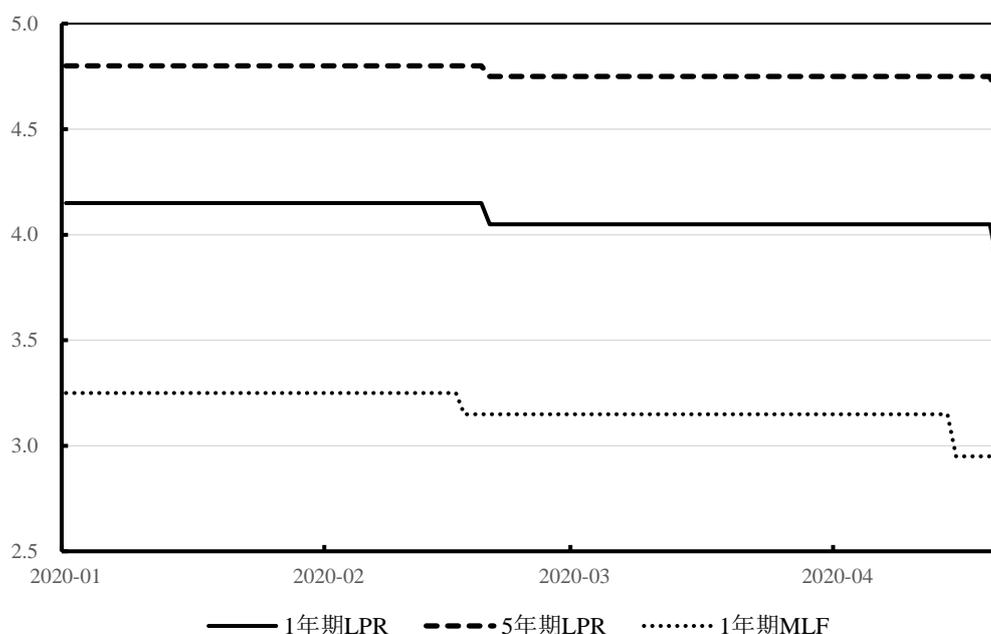


图8 MLF和LPR利率 (%)

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

不过，经营贷与住房按揭贷款利率的倒挂也带来了“意想不到”的问题。从金融机构的角度来看，企业经营性贷款的安全性要低于住房按揭贷款，尤其是在经济下行的过程中更容易形成坏账，因此在正常情况下企业经营贷的贷款利率应该高于住房按揭贷款。但目前我国的结构性货币政策更偏向于将贷款资金流向企业，而不是房地产。银行对房地产贷款施加更高的利率成本，而对企业经营给予利率上的优惠补贴。这就导致目前已经出现了**房地产贷款（尤其是二套房贷款）的利率要高于经营贷**，从而导致**经营性贷款违规流入房地产的情况**。近期深圳房价的上涨据称与此有较大关系，监管部门已经开始严查这种现象。虽然部分违规情况是可以通过加强监管来得以避免，但仍有大量的情况很难分

辨，也无法通过监管措施进行纠正，我们无法从政策上限制部分居民既购房又申请经营贷。这表明结构性货币政策本身存在着一定的局限性。

其次，1季度企业部门杠杆率快速攀升，但低于2009年。2009年1季度，我国企业部门杠杆率上涨了12.2个百分点；而今年1季度企业部门杠杆率上升9.8个百分点，幅度较为缓和。从债务规模来看，2009年1季度企业部门的全部债务环比上升了14.4%，其中银行贷款环比上升了15.7%。相较而言，今年1季度的企业债务环比上升5.3%，银行贷款环比上升6.4%，均低于2009年1季度的增速。

第三，企业部门去杠杆的成果客观上为当前的政策扩张创造了条件。企业杠杆率在2017年1季度末即已达到160.4%，随后经历了将近三年的去杠杆，至2019年末已经降至151.3%。尽管去杠杆过程相当“残酷”，特别是导致民营企业“哀鸿遍野”，但客观上却为应对当前世纪性的疫情冲击创造了政策空间。1季度我国非金融企业部门杠杆率仅比2017年1季度末的历史高点多了不到1个百分点。

### **（三）政府杠杆率增长提速，加杠杆还有空间**

政府部门杠杆率从2019年末的38.3%上升至今年1季度的40.5%，上升了2.2个百分点。其中，中央政府杠杆率从2019年的16.8%升至17.2%，上升了0.4个百分点；地方政府杠杆率从2019年的21.5%升至23.3%，上升了1.8个百分点。政府杠杆率2.2个百分点的季度环比增幅，是自2008年以来最高的增幅，超过了2009年2季度2个百分点的增幅。

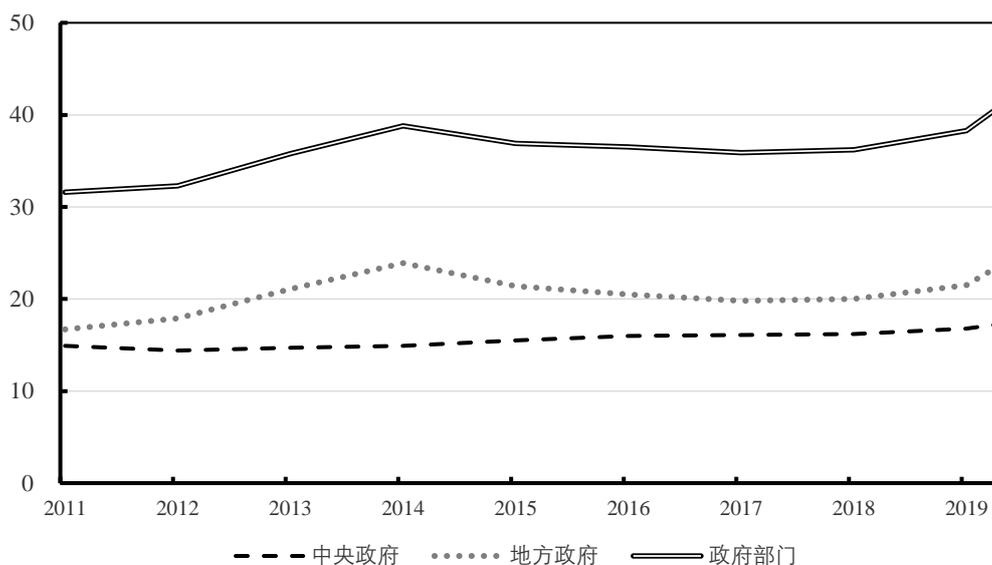


图9 政府部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

2020年1季度末，地方政府债券规模为22.6万亿元，其他形式的债务存量1889亿元，共计22.8万亿元。地方政府债务规模相比于2019年末增加了1.5万亿，相当于2019年全年增加规模的52%。目前尚未公布全年的地方政府新增债务限额，为对冲经济下行的影响，新增限额无疑会大幅上升。

表1 地方政府债务余额 (亿元)

	债券	其他债务	一般债务	专项债务	合计
2019 年末余额	211183	1889	118694	94378	213072
2020 年 1 季度末余额	226330	1889	123214	105005	228219
1 季度新发行			5065	11040	16105
1 季度增加额	15147	0	4520	10627	15147
2019 年新增债务限额			9300	21500	30800
2020 年新增债务限额	尚未确定				

资料来源：财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

从政府显性杠杆率来看，仍处于较低水平。但如果算上地方政府的隐性杠杆，将会有有一个较大的攀升。我们测算的窄口径和宽口径下地方政府隐性债务分别约占GDP的20%和55%；加上显性政府杠杆率，则会达到60%或95%。我们的窄口径估算值与

国际货币基金组织估算我国2019年政府杠杆率为54.4%的结果较为接近。

尽管加上隐性债务的广义政府杠杆率已经颇高，但面对世纪性疫情冲击，面临“生存还是毁灭”这样的问题，对债务风险的权衡必然要让位于对经济大衰退的权衡。活下去是第一位的，这也是疫情经济学不同于其它各类危机经济学的重要之处。因此，需要政府加杠杆来托住疫情下的增长。4月份的政治局会议提出了“提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用”。这些预期的政策举措都会增加政府部门的杠杆率水平。

国际货币基金组织今年4月份预测，疫情冲击将致全球广义政府杠杆率大幅攀升，其中：发达经济体由105.2%升至122.4%，新兴经济体由53.2%升至62.0%，均超过2008年国际金融危机所引致的攀升幅度。就中国60%左右的广义政府杠杆率而言，还有较大的上升空间。而且，应对疫情冲击，国内外的普遍共识都需要财政政策走到舞台的中央。因此，无论从中央政府的能力还是财政政策的效果来看，政府加杠杆托住疫情下的增长将责无旁贷，其年度增幅或将超过居民部门和非金融企业部门。

#### **（四）金融杠杆率增幅有限，金融监管彰显定力**

金融部门杠杆率增幅有限。资产方统计口径杠杆率由2019年末的54.8%上升到57.7%，上升了2.9个百分点。负债方统计口径下的杠杆率由2019年末的59.9%微幅上升到60.9%，升高了1.0个百分点。在GDP下滑幅度较大情况下，金融部门杠杆率仍保持相对平稳，彰显监管当局的定力。

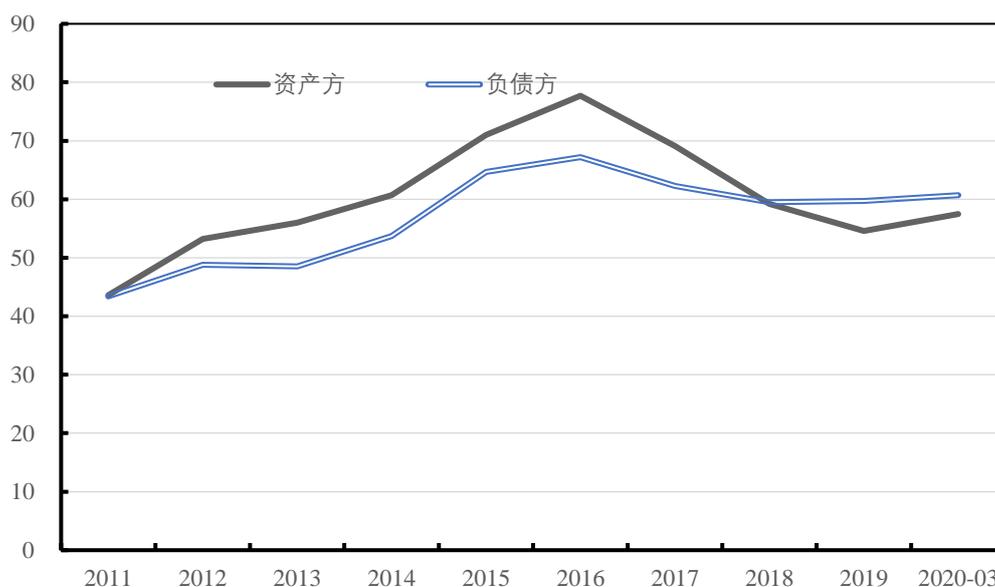


图 10 宽口径金融部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

当前仍存在两个重点问题可能会影响到金融部门杠杆率，一个是资管新规过渡期的确定，一个是存款利率的走势。2018年发布的资管新规指导意见给予了金融机构资产管理业务有序整改和转型时间，对于资管产品，尤其是存量资管产品的过渡期设置为3年，从2017年底到2020年底。但由于疫情导致的变化，稳增长的压力突增，逆周期宏观调节的力度加强，资管新规过渡期很可能会有所延长。资管新规的具体方案将是影响金融杠杆率和金融市场波动性的关键。另一个焦点是存款利率的变动预期。当前贷款利率有所下降，而存款利率维持不变，银行的净息差收窄，影响到了银行存贷款业务的利润，因此也存在关于调降存款基准利率的预期。我们认为，调整存款基准利率要更为慎重，利率市场化进程已经过半，与居民存款相竞争的结构性存款、货币型基金和保本理财已经得到了市场的普遍认可。降低存款利率的初衷可能是刺激居民消费和提高银行的净息差收入，但也很有可能导致居民的存款搬家，使得这部分资金从银行存款转移成其他收益率更高的固定收益型金融产品，反而导致银行负债成本的上升。尤其是对于中小银行，监管当局对于同业业务的严监管限制了其

批发性的资金来源，这个时候应该适当允许这类银行通过增加利率来吸引资金。

### 三、相关政策建议

#### (一) 世纪性疫情冲击，政府加杠杆责无旁贷

我们的情景模拟表明，假定居民与企业债务增长规模（不是增速）与去年持平，而政府债务额外增加5万亿元，这样，总体债务增速将达到11.6%，与过去5年（2015-2019）债务扩张速度年平均11.7%持平。再假定今年名义GDP增速为4%（实际GDP增速略低于3%），则政府杠杆率会上升8个百分点，略低于国际货币基金组织对中国政府杠杆率今年上升10.5个百分点的预测。如果假定政府债务额外增加大于5万亿元、总体债务扩张速度超过过去5年平均，则宏观杠杆率和政府杠杆率的升幅将会更高。总体而言，面对世纪性疫情冲击，政府加杠杆责无旁贷。我们此前对于早期工业化国家150年杠杆率周期的研究也表明，公共部门杠杆与私人部门杠杆率往往呈现一定的此消彼长，而政府杠杆率在大危机或大衰退时期的及时“补台”，将是经济走出困境的重要法宝。

#### (二) 房地产政策除了“房住不炒”，还应“收放自如”

“房住不炒、因城施策、长效机制”是房地产发展的基本方针，但无论是从应对疫情冲击角度还是提升治理水平角度，都需要增加一条，“收放自如”。习近平总书记在今年3月底视察杭州时专门提到，“收放自如”是国家治理水平的表现。“该管起来就能够迅速地管起来，该放开又能够有序地放开，收放自如，进退裕如”。对于我国的房地产市场，除了在建立长效机制上下功夫，还要防止房地产这一“不动产”变成“冻产”，扭曲价格信号并制约资源合理配置，同时避免政策实施上投鼠忌器，特别是防止

出现宏观调控政策的自主性被房地产“绑架”，最终实现治理上的“收放自如”。具体体现在：一线城市仍然要“收”，但其它地方如湖北、重点城市群/都市圈可适度“放”，且更多从土地供应和住房供给角度着手。

### **（三）派发现金、消费券与实物补贴，多管齐下促消费**

首先，疫情过后某些领域的居民消费会出现报复性反弹。今年1季度被抑制的某些消费并非居民缺乏消费意愿，而是由于疫情防控的需要而被人为限制。餐饮、旅游、娱乐等第三产业都具备这样的特征，2003年非典疫情过后也是这几个行业出现了较大幅度的上涨。如果再加以合理的政策引导，则在疫情解禁后会出现大幅上升并拉动消费。其次，政府向低收入群体发放现金会直接拉动消费。中国尚未尝试过这种直接发钱的方式，但从其他国家经验来看，现金补贴政策是比较常见的宏观调控思路。本次疫情下，不少国家都推出了直接面向居民的现金补贴措施。低收入群体边际消费倾向高，向低收入和低财富群体发放现金补贴不仅有助于拉动消费，也有助于今年脱贫攻坚目标的实现。第三，政府向中等收入群体发放消费券，通过乘数效应拉动居民消费。消费券与现金补贴相比，各自都有优缺点。消费券的优点是直接带动真实消费，不必担心这部分补贴形成居民的储蓄而沉淀下去。但消费券也具有一定的歧视性。如何设计消费券使其无论在消费者的遴选还是厂商的遴选方面都减少歧视性，是消费券能够发挥更好作用的关键。第四，政府通过直接购买商品为居民发放实物补贴。发放实物补贴的优点是直接形成消费和厂商的收入，而缺点则是缺乏市场竞争性，处理不当极易形成对某些竞争领域企业的挤压。对于这一类补贴也可以与当前的脱贫攻坚战联系在一起，政府的实物补贴产品首选全国各类重点扶贫项目。

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。