



2019 年一季度杠杆率数据发布暨研讨会

国家金融与发展实验室

2019 年 5 月 28 日

2019 年一季度杠杆率数据发布暨研讨会

协调稳增长和降杠杆，我国政府部门尚有较大的应对空间

核心观点：2019 年一季度宏观经济开局良好，但宏观杠杆率也再度大幅攀升。宏观杠杆率的确是反应宏观金融体系风险的重要指标，但更应该从更广义的范围来考察风险，尤其是加入对资产的考量，从国家资产负债表的维度来分析风险。我们认为居民部门的主要风险在于杠杆率上升过快，但如果考虑到我国居民部门所持有的大量高流动性的金融资产，其可承受的杠杆率水平应该比其他主要发达国家更高。

非金融企业部门杠杆率有所上升，目前最突出的问题是国有企业债务占比过高，应继续同时降低国有企业资产和负债的占比。政府部门杠杆率基本问题仍然是隐性债务，关键是隐性债务的显性化。当前我国政府尚存在大量的金融资产，在面临内外部压力的环境下，应进一步发挥政府部门的调节作用。

刘磊：

大家好！我今天主要讲两个部分，第一，对报告中

刘磊

国家资产负债表研究中

心 高级研究员

的一些表格和数据做一下补充；第二，这是一季度的报告，有一些年度的数据没包括在内，但是在整体环境下，年度数据对于去杠杆，对于认识到目前杠杆率的风险、金融风险都是很重要的，所以我介绍一些年度数据，以及长期以来形成的比较重要的事情。

一、居民部门杠杆率仍攀升较快

从部门单独来说，首先是居民部门，2008~2018 年这 10 年间居民部门杠杆率共上升 35.3 个百分点，年均增幅 3.5 个百分点。2019 年一季度杠杆率增长比较快，上升了 1.1 个百分点，比过去平均水平要高，当然其中也有季节性的因素。如果拆分出来看，居民部门里的短期消费贷款增速继续向下，但仍是拉动居民杠杆率上升的主因。短期消费贷款的增速从 2017 年以来一直在下降，但是依然高于名义 GDP、高于整个居民贷款的增速，目前仍然是影响居民杠杆率的重要因素。今年如果房地产市场有进一轮的形势，居民部门的杠杆率可能还会上升。

居民部门杠杆率目前的结构有几个方面问题，风险比较大，尤其应重视居民短期消费贷的风险。首先，短期消费贷款的不良率相对较高，尤其是与个人贷款总体不良率及个人按揭贷款不良率相对比，信用卡不良率和消费金融不良率相对较高，未来或会持续提升。第二，从结构性和制度上看，互联网金融的持续发展、银行零售业务加快转型等因素都会导致短期消费贷款保持一定的增速，使其高于居民全部贷款的增速，这也是未来的趋势。第三，从人均结构上来说，新一代消费群体的贷款主动性、贷款意愿增强，但还款来源有限。此外，今年还有一个特殊的问题，由于股市比较火爆，除了小规模贷款流入房市的情况仍然存在，流入股市的情况也有所增加，相关风险值得关注。

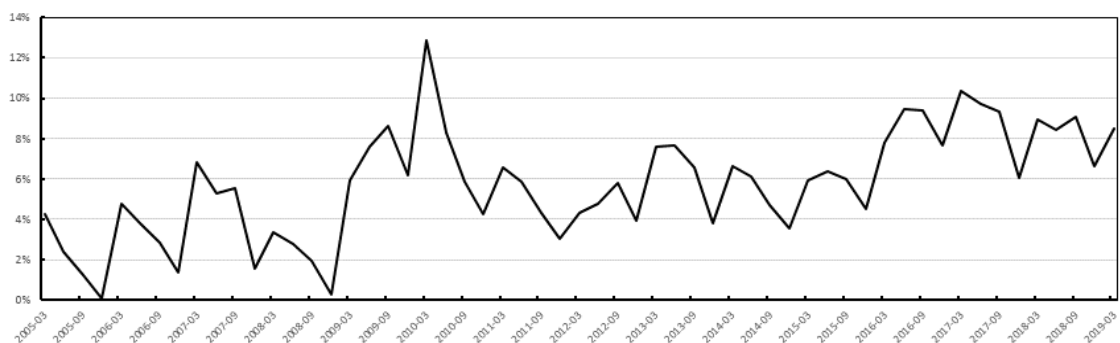


图 1 居民新增债务与 GDP 之比

一般来讲，大家在研究杠杆率时，用债务的存量、贷款的时点数据与 GDP 之比，刚才李老师也说了这个问题，债务的问题其实来自于储蓄，储蓄来自于当期的产值，来自于 GDP。从历史经验可以看出，往往新增债务与 GDP 相关性更强，从图 1 可以看出，2016 年以来每年新增的债务与 GDP 相关性更高，有波动是由于季节性因素，如果看全年，波动性减小，并且在一段时期里是比较稳定的，2016 年以来上升了一个台阶，原先大概是 6% 左右，目前是 8% 左右。

我们可以做一个模型假设，假设名义 GDP 保持 10% 的增速，居民每期新增债务是 GDP 的 6%，这与消费率、储蓄率直接相关，消费率下降，储蓄率上升，新增债务占总收入的比应该是上升的，按照此假设，稳定状态下，居民杠杆率应该是 66%，目前已升至 54.3%。从数据看，我们觉得居民贷款还有可能进一步上升，但上升空间比较有限。以上是对数据的一个补充。

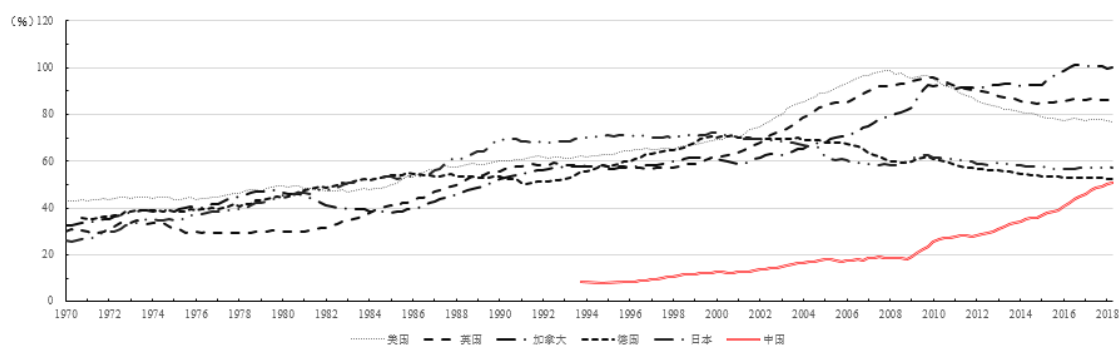


图 2 主要发达国家的居民部门杠杆率

接下来是一些年度数据，从 BIS 公布的各国的居民杠杆率可以看到，目前中国居民部门的杠杆率低于其他发达国家。当然如果从各国类似的发展阶段来

比较，我国目前可能处于比较高的水平。但目前这个时点上，还是低于其他发达国家的。同时可以看出一个规律，二战之后主要发达国家的居民部门不断地有加杠杆的冲动，比如美国居民部门在 50 年代时仅有 20%，到 2008 年金融危机前的最高点已接近 100%，英国、加拿大、德国、日本等国的居民部门在战后也经历过美国这样杠杆率大幅上升的过程。居民杠杆率与房地产市场的繁荣有直接的关系，以美国为例，其居民债务中住房抵押贷款占比始终稳定的维持在 60% 至 80% 之间。当房价涨幅高于居民金融财富的涨幅时，居民部门只能依靠更多的按揭贷款来买房。美国 OFHEO 房屋价格指数从 1975 年的 60 一路飙升到当前的 400，房地产价格在 40 年间翻了近 7 倍。从资产负债表来看，居民部门所拥有的房地产价值也从 1975 年的 1.7 万亿美元上涨到 2016 年年末的 28 万亿美元。美国的房地产价格自 2000 年起进入高速增长时期，直至 2006 年，每年的同比增速都基本维持在 6% 以上，价格指数从 230 升至 380。正是居民不停加杠杆，房地产价格不停上涨的因素导致了居民杠杆率上升，同时也反过来促进了房地产价格的上升。到危机之前，2007 年时，美国居民杠杆率是 100%，也就是说居民部门已经在房子上借入了相当于其全部一年收入的按揭贷款。随着美联储在 2004 年开始进入加息周期，以及 2007 年房地产价格出现拐点，这部分居民贷款的偿付出现困难，随后便引发了次贷危机。美国居民部门杠杆率的顶点出现在 2008 年一季度末，达到 98%。而 1998 年的一季度末，居民杠杆率只有 60%，从 1998 年到 2008 年这十年，居民部门杠杆率上升了 40 个百分点，平均每年升 4 个百分点，持续 10 年，金融危机由此爆发。

我国居民杠杆率的数据与之非常类似，也是从 2008 年到 2018 年这 10 年间共上升 35.3 个百分点，比美国稍微少一点，但也是杠杆率增长过快。如果横向

比较，目前中国居民部门的杠杆率仅高于新兴市场经济体的平均水平，较全球平均和发达经济体平均尚有一定距离。现在最需要担心的是居民杠杆率的过快增速，如果按照过去 10 年的增长速度，用不了 10 年就会达到超越发达国家的平均水平。前面也说到居民的贷款出现了一些变化，首先居民住房贷款占中长期贷款的比例从 2016 年末的 96% 骤然下降到当前的 89%，也就是说长期消费贷款中出现了更多比例的非住房贷款。其次，短期消费贷款的同比增速剧增，始终保持在 30% 左右。这两点变化都与房地产市场的监管有关，2017 年以来出台了各类房地产限购限贷政策，限制了居民获得房地产贷款的部分途径，导致居民只能通过其他方式来获得贷款，这是居民贷款发生变化的主要原因。

然后看一下风险，比较重要的就是可支配收入，我们估算的债务年还本付息的负担占可支配收入的 7%，占消费支出的 11%，风险度可能没有这么高。另外一个更重要的是既要考虑负债方，也要考虑资产方，资产和负债都很重要。我们只考虑金融资产，不考虑实物资产。这是因为有房地产，房地产的顺周期性是非常强的。目前中国居民部门的金融资产负债率为 22%，稍高于日本和美国，但少于英国和德国，处于比较中间的水平。

如果我们只考虑金融资产里流动性最高、可变现性最强的存款和现金，用这种金融资产做一个跨国比较，中国的资产负债率是相当低的，当前仅为 50% 的水平。从数据比较上看，美国 2016 年末居民部门金融总资产为 75.2 万亿美元，其中现金与存款余额仅为 10.2 万亿美元，占比 13.5%。而 2016 年我国居民部门持有的流动性比较高的现金、存款、货币型基金，还有银行理财资产加总为 94.6 万亿，但是我国股票的总市值仅为 50 万亿，其中居民部门持有的比例更低。居民部门持有的这些金融资产里股权类投资比较少，债权类投资、流动性最高

的存款类的投资比较多，这也是中国居民部门比较大的特点，这也是为什么居民部门有这么大的金融资产。

从居民消费和储蓄水平来看，消费率比较低，储蓄率比较高。从生产的角度来讲，这是由于债务驱动型的经济，GDP 中很大部分比例是通过借债产生的，借债对应储蓄，高储蓄率也意味着消费不足。中国与美国、英国、加拿大、德国、日本相比较，国民储蓄率是最高的，不光是居民部门积累了大量金融资产，政府部门也积累了很多金融资产。由于居民部门较高的储蓄率，虽然居民部门的债务在不断上升，但金融资产的上升速度和债务相当，并且有时金融资产上涨速度高于债务上涨速度。如果单纯看债务，中国的杠杆率最近几年的上涨速度比较高，但实际上债务本身并没有好坏之分。债务来自于借贷行为，有一部分人储蓄，有另外一部分人变成了负债，没有好坏之分，关键是债务可持续性和债务管理的问题。从金融资产和储蓄率因素来看，中国比美国更具有优势，可能承担更高的居民部门杠杆率。

二、非金融企业部门杠杆率大幅反弹

非金融企业部门杠杆率 2019 年一季度上升比较快，从 2017 年一季度持续到现在，7 个季度一直是下降的，只有一季度忽然之间有一个攀升，这与政策、名义 GDP 因素相关。从融资工具来看，一季度非金融企业部门杠杆率上升主要归因于贷款上升。信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票等影子银行融资工具规模基本保持稳定，甚至有些下降，与 GDP 的比例也维持稳定。这其实是一个比较好的现象，所谓的“开前门”“堵后门”，在金融部门的分析中也体现了这个特征。虽然杠杆率在上升，但所有杠杆都源自银行，产生于银行的杠杆一是成本低、价格低廉；二是公开性、透明性更好。

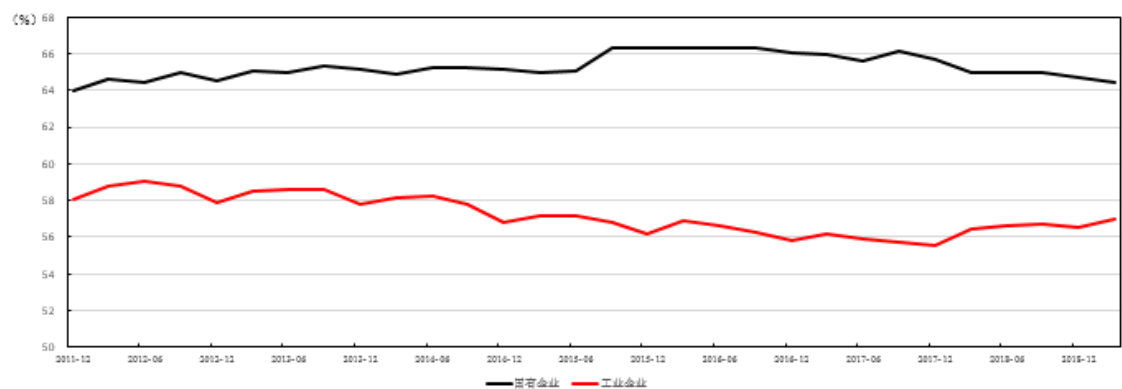


图 3 国企和民企的杠杆率分化

图 3 是国企和民企的杠杆率分化，国有企业资产负债率在下降，因为工业企业以民营企业为主，国有企业占比约为 40%，假设看作民营企业代表，工业企业资产负债率是上升的。



图 4 国企债务在非金融企业中的占比

但资产负债率的上升和下降在图 4 中有不同的解读，国企债务在非金融企业中的占比是上升的，但资产负债率在下降，民营企业的债务占比下降的同时，资产负债率上升。自 2017 年开始，非金融企业债务中国企的占比越来越高，民企占比在减少。虽然现在已经认识到这个问题，2019 年以来非国有企业债务增速也在回升，但国有企业的债务增速依然比较快，维持在 15% 的同比增速上下，没有发生太大变化，这也是目前的一个主要问题，所谓结构性去杠杆，还是国企的问题。

三、地方政府杠杆率增幅明显

主要问题张老师已经说过，我不再说了。我主要说一下我们最近做的关于

全口径地方政府债务规模的估算，地方政府显性债务看起来比较低，但是大家关心的都是隐性债务，隐性债务规模、透明度、成本、债务风险都是多少，都是很重要的问题，但是没有数据。国际上有一些学术界的估算，我们自己总结了三种方法估算地方政府债务，方法一是按融资主体估算，从表内债务、融资平台债务、表外债务中非融资平台债务上进行估算。方法二是按融资工具估算，通过银行贷款、信托贷款、不同的债务工具借款估算地方政府的隐性债务。方法三是按资金使用估算，政府把借来的钱用于基建投资，或者是把钱存起来，总之从资金使用上也可以反过来估算资金的来源、新增债务的多少。

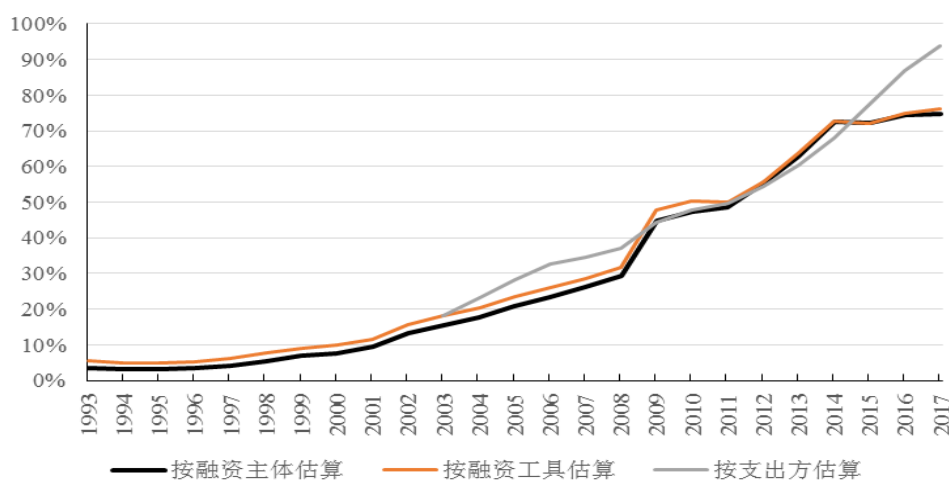


图 5 三种方法估算的地方政府债务比较（占 GDP 的百分比）

图 5 是目前估算的结果，2015 年之前，这三种方法估算结果比较接近，2015 年之后方法三与前两种方法估算出现了一个缺口，按照支出方估算，要比前两种方法估算的债务水平多一些。原因可能是因为新预算法的规定导致地方政府资金来源受限，迫使地方政府采取更多的隐性方式。这个债务缺口仍然是地方政府的债务，只是目前观察不到，很有可能是地方政府的隐性债务问题被隐藏了，但问题仍然是存在的。

地方政府隐性债务还有一个特点，就是地区差异比较明显。通过两种口径

来算，口径一是各省地方政府占本省 GDP 的规模，2018 年末共有 8 个省的平台债务与地方债规模加总超过省 GDP 规模。口径二是按照财政收入的比例，这个差距可能更大了，2018 年末有 10 个省份的政府债务超过了当年财政收入的 10 倍。

四、从资产负债表角度看地方政府债务风险

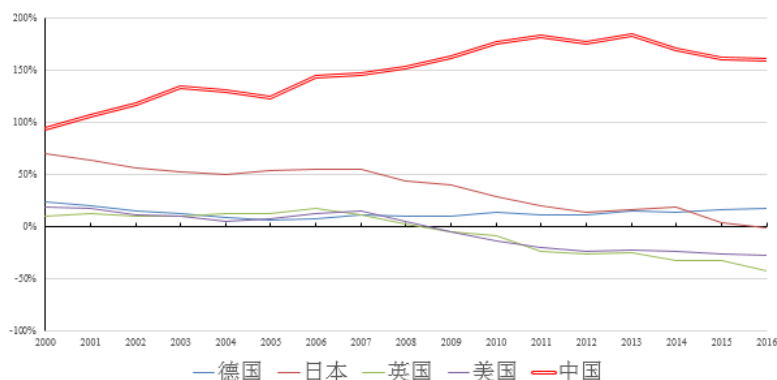


图6 广义政府的净资产规模/GDP

从资产负债表角度看目前地方政府债务风险有多大，图6是净资产规模比GDP，政府产生债务的同时，资产方也形成了金融与非金融资产，把金融、非金融资产加在一起减去债务就是净资产，从图中可以看出中国是明显不同于其他国家的，我国政府资产有非常大的规模。我国政府本身和其他国家提供公共服务类的政府是不同的，有很多基建投资、很多国有企业资产，虽然负债方有很多债务，但资产方偿还债务的本金还是比较高的。

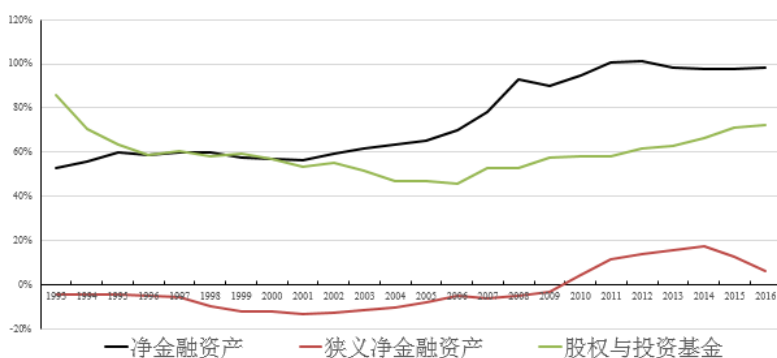


图7 中国政府净金融资产规模/GDP

由于非金融资产有一定的变现困难，所以我们把非金融资产去掉，只考虑金融资产，图7中黑色的线显示中国政府净金融资产规模，目前占GDP的100%，即政府部门持有的金融资产减去负债与GDP是相当的。绿色的线是股权与投资基

金，其实政府持有的就是国有企业的股权，基本上占 GDP 的 80%。另外一部分是狭义的净金融资产，即用最容易变现的政府部门掌握的现金和存款减去政府部门的负债，基本是在零附近，也就是说金融资产和负债是相当的。

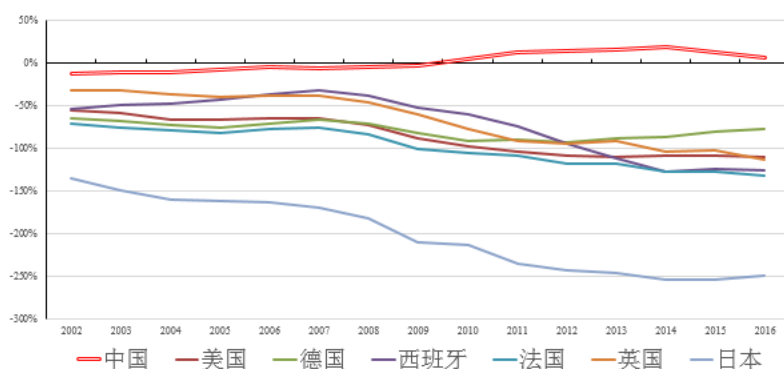


图 8 政府狭义净金融资产规模/GDP：国际比较

从国际比较上看，由于净金融资产里有一部分是国企，国企牵扯到社会制度、变现的问题，如果我们把国企这部分资产去掉，只保留狭义的净金融资产，也就是只考虑政府部门持有的存款和现金，减去负债之后，可以看出中国大概是 0% 左右，其他国家基本都在 -100% 附近。关于 MMT，即现代货币理论，学术界和一些部门也有一些讨论，这个图非常明显地支撑了现代货币理论提出的观点。虽然现代货币理论不一定完全符合逻辑，完全有道理，但从这个图上可以看得出来，从宏观恒等式上支撑了 MMT 的一些观点。其他国家只有政府部门产生了赤字，才能在私营部门产生净金融积累，这是一个恒等式，即其他国家是靠政府部门的赤字来支撑私营部门的金融积累和盈余。但是中国不是这样，政府部门没有产生赤字，很长时间以来金融资产和非金融资产都是高于负债的。如果是这样的话，私营部门的盈余产生于哪儿？这其实就是目前我国非金融企业杠杆率如此之高的原因，因为私营部门分成了居民和非金融企业，居民有净金融资产积累，政府部门也有净金融资产积累，那么赤字只能来自于非金融企业，这

是由宏观恒等式决定的。目前在全球来讲，我国非金融企业的债务杠杆率最高，并且仍在增长。如果要解决这个问题，必然需要居民部门或政府部门通过加杠杆继续增加债务，或者是居民部门增加消费，政府部门增加政府的投资或消费来降低资产存量。只有通过这种方式才能降低非金融企业的杠杆率，这是从现代货币理论的讨论中引申出来的。中国政府部门持有的国有企业占 GDP 的 70% 以上，这也是和其他国家比较大的差别，就是所谓的生产型政府导致的。

由以上资产负债表视角可以得出一定的结论，如果考虑负债，确实是政府部门的负债，尤其是隐性负债比较高。但如果同时考虑到资产方，金融资产的增速是高于金融负债的增速的，这也是对政府部门的一个新的认识。

五、从资金流量表角度看地方政府债务风险

刚才是从资产负债表的存量角度来说，存量来自于流量的积累，接下来从资金流量表角度看地方政府债务风险。政府财政预算包括“四本账”，一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保障基金预算，这“四本账”从资金流量表上是完全可以看得出来的。政府的资金来源包括两个税收，生产税净额和经常税，2015 年时大约是 11 万亿，社保缴款 4 万多亿，财产收入，即国有企业上缴的利润大概 2 万亿左右，还有政府的增加值大概是 6 万亿。从政府资金来源的国际比较上看，财产收入明显高于其他国家，这是因为政府的投资行为，导致政府持有大量的国有企业的股权，形成了大量的持有股权资产，这些股权资产本身会形成一定的收入。

政府资金运用包括消费、社保福利、投资和劳动者报酬。其中的资本形成，也就是投资，成为我国与其他国家的明显区别。比如与美国资金流量表相比较，中国政府 2015 年时资本形成不到 4 万亿人民币，而美国 2015 年时的资本形成仅

113 亿美元。

美国政府资金来源中的财产收入占比几乎可以忽略不计，资金运用中的资本形成，即政府的投资，也可以忽略不计。这很明显地反映了中国生产型政府和其他国家公共福利型政府不同的地方。中国政府资金来源中财产收入占 9%，资金运用中投资占 18%。其他国家资金来源里的财产收入都可以忽略不计，这是政府本身功能性的区别。

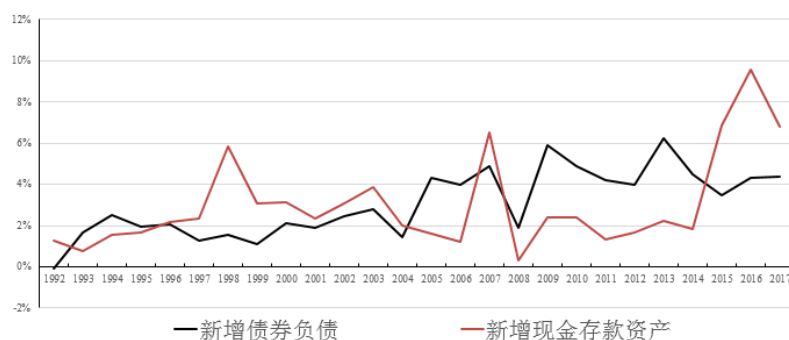


图 9 政府发债融资的钱去哪儿了

由于资金的收入和支出差，出现了资金缺口，在很长一段时间里，中国政府的收入减支出是正的，说明债券发出来并不是用来弥补赤字的，这与其他国家也是一个比较明确的区别。那么钱去哪儿了？在资金流量表里有明显答案，图9中黑色的线是广义政府新增的债券负债，红色的线是每年新增的现金存款资产。我们考虑的是广义政府，不仅仅是中央财政，而是把机关事业单位所有的政府部门都包括进来。在某些年份，政府存款的增加要高于负债的增加。所以从广义政府口径来看，很长时间以来，政府发的债并没有真正地花出去，而是停留在账面上。按照这个逻辑，未来中国政府的空间是比较大的，由于现在面临着外部的压力，还有非金融企业，尤其是国企要去杠杆，这时政府可以提供支持的空间非常大，一是政府的显性杠杆率可以继续上升；二是政府在资产端可以使金融资产规模下降，比如现金存款、盘活存量。这些都可以有效地支撑

非金融企业杠杆率的稳定以及国有企业杠杆率的下降。

六、地方政府债务的问题及解决思路

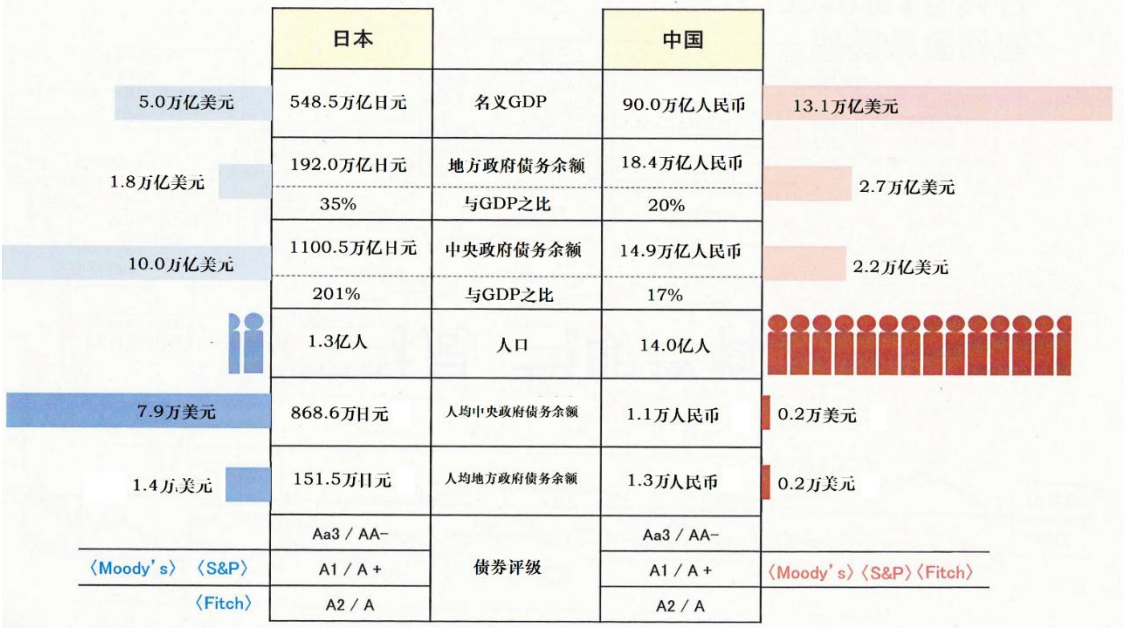


图 10 政府债务现状的中日比较

年初我们在李老师的带领下作了关于地方政府债务问题的研究项目，有一些比较有意思的讨论。我们觉得一些重要的国际经验非常值得借鉴。由中日经济数据做了一个地方政府债务现状的对比，我国 GDP 是 13 万亿美元，日本是 5 万亿美元，大约是日本的 3 倍，而我国中央政府债务余额远远低于日本。日本比较特殊，债务杠杆率比较高。与日本相比，中国债务规模和占比都远低于日本。债务规模本身并不重要，重要的是它的可持续性，以及政府对债务的治理能力。

中国地方政府债务有一定的问题，我总结了四个方面问题。第一个问题，地方政府债务融资手段比较单一。2014 年在地方政府债务置换之前，债务融资手段主要是隐性债务里的银行贷款，置换后几乎全部为债券融资。目前与其他国家相比，除了美国没有银行贷款，其他国家都是有一定比例的银行贷款。日本的经验，日本地方政府的融资手段有四种，包括中央财政代发、地方公共团体金融机构（JFM）、银行等金融机构承兑、市场公募，四个手段基本上都占到

三分之一到四分之一，融资手段比较多元化。我国则比较单一，因为预算法的规定，我国地方政府无法从银行取得借款。第二个问题，缺乏违约清算机制。由于地方政府债券开始发行的时间并不是太长，违约时究竟采用什么样的违约清算机制并不明确，所以导致了一定后果。包括持有者结构单一、缺乏流动性、缺乏定价机制等。第三个问题是前门开的还不算够。根据我们的研究，有一些地方政府的刚性支出尚未得到满足，目前的预算赤字有些不足。第四是缺乏完善的债务管理体系。一个健全的管理体系是日本能够支撑如此高比例政府债务的核心。

我们认为可以从两方面解决地方政府债务问题，一方面放松地方政府债务的资金来源限制，使其可以在市场上进行多元化融资，各类融资之间彼此竞争以形成完善的市场体系。另一方面要将地方政府债务关进制度的笼子中，通过科学的制度设定和指标体系来约束其债务规模。

七、金融部门杠杆率仍在下降

实体经济杠杆率一季度在上升，但金融部门继续缩表，杠杆率仍在下降。金融部门杠杆率刻画的是金融部门内部的资产负债关系，降杠杆是金融部门运行效率提升的体现，从银行到银行的表外融资到影子银行，是内部的一个资产负债关系，与实体经济实际上是隔绝的。我们认为金融部门杠杆率的下降，在目前情况下看是非常好的现象，因为银行部门内部的资产负债链条下降之后，使资金的融资成本，以及资金的可获得性都比原先要好，因此，金融部门杠杆率依然保持下降是比较好的结果。

谢谢！