

论文 NO. 2017 年 11

发表时间：2017 年 11 月 27 日

淡化增长目标为去杠杆创造有利条件

——2017 年三季度中国去杠杆进程报告

张晓晶 常欣 刘磊

摘要： ● 未来随着供给侧改革的推进，以及对生态环境的愈发重视，国企的营业收入和利润能否继续有所改善，从而有利于降低国企债务风险，仍有待观察。但无论如何，从绝对水平上看，国企债务负担依旧较重，占非金融企业部门债务六成左右，国企去杠杆仍是未来去杠杆的重中之重。

● 前三季度地方政府债券的发行规模有所降低，发行进度也有所减缓。整体发行进度的放缓，与发行成本上升、待置换债务余额下降等原因直接相关。但就三季度单季而言，地方政府债券发行还是呈提速状态。

●3 季度末中国银行和交通银行的总资产与 2 季度末持平，其他几大行的增速也较为缓慢。由于金融是实体的镜像，我们认为，由过剩产能和僵尸企业带来的资本错配问题能否得到彻底矫正，实体经济投资回报率能否由此得到实质性回升，是打破资金在金融系统内自我循环、保持金融部门降杠杆可持续性的关键。

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》。

总体判断：总杠杆率趋稳，杠杆率结构继续改善

就经济总体而言，实体经济杠杆率略有上升，金融部门杠杆率继续回落。2017年3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2季度末的238.2%增加到239.0%，上升了0.8个百分点，总体态势趋稳。从资产和负债两端分别统计金融部门的杠杆率皆有所下降，资产方衡量的金融部门杠杆率由2季度末的74.2%下降为71.0%，负债方则是由64.3%下降为63.3%。资产方衡量的口径下降更大。

就实体经济内部而言，居民部门和非金融企业部门间继续表现出杠杆率转移：3季度相比于2季度，居民部门杠杆率上升1.2个百分点，而非金融企业部门杠杆率下降1.4个百分点；杠杆率结构继续改善，向更加平衡的方向推进。

部门杠杆率分析：去杠杆加速

（一）居民部门杠杆率继续攀升，无远虑有近忧

居民部门杠杆率依然延续上升趋势，从2季度的47.4%上升到3季度的48.6%，上升了1.3个百分点，今年前三个季度上升了3.8个百分点。居民部门在全部实体经济中的债务占比加大，杠杆率上升速度较快。尽管就国际比较而言，中国居民部门杠杆率还有较大上升空间，但近两年的迅速飙升，导致风险加大。我们认为，居民部门杠杆率是无远虑有近忧。

3 季度末，居民部门贷款余额为 39.1 万亿，同比增长 23.2%，远超全部银行贷款 12.5% 的增速，是居民部门杠杆率快速上升的直接原因。居民贷款主要包括住房贷款与非住房贷款。3 季度末个人购房贷款余额为 21.1 万亿，占总贷款余额的 54%，同比增长了 26.2%。2017 年开始，各地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，9 月末个人住房贷款增速较年内最高点下降了 10.6 个百分点。这部分贷款需求只能转道其他类型的贷款，大量非住房贷款“暗度陈仓”流入房地产，成为住房按揭贷款的新马甲。

在这些新马甲中，消费贷款最为突出。前 3 个季度，居民短期消费贷款余额增加了 1.5 万亿，同比增速 38.1%。相比来看，2016 年全年这部分贷款只增加了 0.8 万亿。从积极方面来看，短期消费性贷款（如车贷、装修贷款、信用卡贷款等）对应着真正的居民消费，是中国由投资驱动的经济增长模式转向消费驱动模式的催化剂。但从风险角度来看，这部分快速增长的短期消费性贷款并非全部对应着居民的真实消费，而是有相当大一部分仍然是住房贷款的替代形式。特别重要的是，一些短期消费贷是通过现金贷、网络小额贷款等影子银行方式获得，没有抵押、没有担保，缺少监管，相比于住房抵押贷款，潜在风险更大。

显然，监管当局已充分认识到消费贷变向流入楼市的现象，开始严查居民消费贷。9 月底，银监会就指出要严查挪用消费

贷的资金，防范房地产泡沫风险。监管当局也开始出台限制消费贷的各种措施。11月初，住房城乡建设部会同人民银行、银监会联合部署规范购房融资行为，加大对银行业金融机构个人住房贷款、个人综合消费贷款等业务的监督和检查力度，严禁房地产开发企业、房地产中介机构违规提供购房首付融资，严禁互联网金融从业机构、小额贷款公司违规提供“首付贷”等购房融资产品或服务，严禁房地产中介机构、互联网金融从业机构、小额贷款公司违规提供房地产场外配资，严禁个人综合消费贷款等资金挪用于购房。11月下旬，央行、银监会网络小额贷款清理整顿工作会议召开，亦受到各方关注。预计经过监管部门的治理，4季度居民部门杠杆率较快上升势头或会有所遏制。

（二）非金融企业部门杠杆率下降，国企贡献不突出

非金融企业部门杠杆率从2季度末的156.3%下降到3季度末的154.8%，下降了1.4个百分点，前三季度累计下降0.8个百分点。非金融企业部门继续表现出稳定的去杠杆态势，非国有企业是去杠杆的主力。

非金融企业负债中，银行贷款是主要组成部分，2017年3季度末余额为80.0万亿元，占比64%；其次是企业债，余额为18.2万亿元，占比15%。2017年上半年拉动企业部门杠杆率下降的主要因素是企业债出现负增长，企业债券融资在2017年前两个季度皆为负值。但这一趋势在3季度有所改观，3季度

非金融企业通过债券融资 5300 亿元，略低于 2016 年 3 季度，但已超过了上半年下降的部分。

在国债收益率继续升高的同时，企业债收益率开始走平，信用利差收窄。由此可以判断，金融机构的配置企业债的需求开始走高，也说明其资产端的紧张程度有所下降。3 季度末，5 年期 AA 级企业债的信用利差已由 2 季度末的 1.87% 下降到 1.65%，下降了 22 个基点，与一般贷款利率也拉开距离。

在企业债发行触底回升的同时，企业部门的贷款增速仍在下降。3 季度末，企业部门贷款余额相比 2 季度末增加 1.2 万亿，环比增长 1.5%。

非金融企业杠杆率下降主要贡献来自非国有企业的去杠杆。3 季度末，全部工业企业的资产负债率为 55.7%，仍处于下降趋势中，其中非国有企业的资产负债率也从 2 季度末的 52.7% 下降到 52.5%。但国有企业仍未出现去杠杆迹象，国有工业企业资产负债率高达 61.0%，下降态势不明显。

从负债与营业收入的比例来看，国有企业的债务负担仍处于高位，但有缓解趋势。3 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从 2 季度末的 101.0% 下降到 99.1%，而非国有企业的这一比值则从 2 季度末的 35.8% 上升至 36.7%。在国企资产负债率未发生显著变化的情况下，这一债务负担的缓解主要源于供给侧改革对各行业龙头企业，尤其是对国有企业的利好。未来随着供给侧改革的推进，以及对生

态环境的愈发重视，国企的营业收入和利润能否继续有所改善，从而有利于降低国企债务风险，仍有待观察。但无论如何，从绝对水平上看，国企债务负担依旧较重，占非金融企业部门债务六成左右，国企去杠杆仍是未来去杠杆的重中之重。

（三）政府杠杆率稳定，地方专项债发行提速

政府总杠杆率从第二季度的 37.8% 上升到第三季度的 38.1%，上升了 0.3 个百分点；今年前三季度累计则下降了 0.7 个百分点。其中：中央政府杠杆率从 2 季度末的 15.8% 上升到 16.1%，上升了 0.3 个百分点；地方政府杠杆率依然维持在 2 季度末的 22.0%。

3 季度共发行了 1.58 万亿的国债，国债余额环比增加了 5000 亿元，中央政府杠杆率缓慢上升。当前中央政府的杠杆率与 2016 年年末持平，预计 4 季度上升的空间有限。从预算约束看，年初两会所制定的全年财政支出增速预期为 6.5%，约合 20.0 万亿，而 2017 年前 3 个季度已达 15.2 万亿元，只剩下 4.8 万亿的空间。以此推算，则 4 季度的总支出将相比 2016 年 4 季度下降 7.1%。从基建投资看，3 季度末基建投资的累计同比增速为 15.9%，自年初以来持续下降；在十九大淡化增长目标且当前 GDP 增速仍较高情况下，政府通过基建来稳定经济的意愿有限，不会导致债务过快增长。

前三季度地方政府债券的发行规模有所降低，发行进度也有所减缓。整体发行进度的放缓，与发行成本上升、待置换债

务余额下降等原因直接相关。但就三季度单季而言，地方政府债券发行还是呈提速状态。原因有两点：一是发行成本趋稳。地方政府债券的发行定价主要以同期限国债为参考基准，2017年上半年在资金面持续偏紧的环境下，地方债发行定价与同期国债收益率保持同步上行的态势；而6月后随着强势监管的略微缓解，资金面预期得到一定程度的改善，带来地方债发行定价与国债基准的同步趋稳。在利率中枢基本保持平稳的情况下，带来了地方政府债券发行上的一定提速。二是地方债发行提速也与某种程度的融资“回表”有关。7月份全国金融工作会议针对地方债首提终身问责并倒查责任，将地方债的风险管控提到了前所未有的高度。在原有地方政府融资渠道进一步缩紧的情况下，为弥补在土地收储、基础设施建设等方面巨大的资金缺口，加大了地方专项债券的发行。而在政策环境上，6月至8月，财政部等部门相继出台了地方政府土地储备专项债券、地方政府收费公路专项债券的管理办法以及试点地方政府专项债券品种的通知，为地方专项债的大量发行提供了可能。

（四）金融部门去杠杆加速

窄口径的金融债券杠杆率由2季度末的33.3%上升到33.8%，债券规模由26.1万亿增加至27.2万亿，基本保持稳定。

宽口径的金融部门杠杆率考察金融机构间的资产负债对应关系。资产方统计口径杠杆率由2季度的74.2%下降到3季

度的 71.0%，下降了 3.2 个百分点。负债方统计口径杠杆率由 2 季度的 64.3% 下降到 3 季度的 63.3%，下降了 1 个百分点。金融部门去杠杆的幅度依旧较大，且资产方口径的杠杆率与负债方口径的杠杆率继续收窄，表现出表外业务仍在向表内回归。

金融部门去杠杆的一个最为明显的表现是银行总资产的增速在持续放缓，2017 年 9 月末商业银行的总资产为 244.2 万亿，同比增长 10.2%，达到历史最低水平。银行总资产下降的主要原因是同业资产与负债余额的下降，商业银行同业资产与同业负债的峰值发生在 2016 年年末，分别为 31.6 万亿和 14.5 万亿；而 2017 年 3 季度末商业银行同业资产与同业负债分别下降到 29.2 万亿和 11.9 万亿，各自下降了 2.3 万亿和 2.6 万亿。

值得注意的是，部分股份制商业银行开始缩表，国有大行总资产增速也更为缓慢。自 2017 年金融部门加强监管以来，股份制商业银行的资产负债表已基本停止扩张甚至有所收缩；这一态势在国有大行中也开始有所体现：3 季度末中国银行和交通银行的总资产与 2 季度末持平，其他几大行的增速也较为缓慢。由于金融是实体的镜像，我们认为，由过剩产能和僵尸企业带来的资本错配问题能否得到彻底矫正，实体经济投资回报率能否由此得到实质性回升，是打破资金在金融系统内自我循环、保持金融部门降杠杆可持续性的关键。

政策建议：管控好地方债风险

（一）既关注总量亦关注结构，去杠杆做到心中有数、保持定力

总杠杆率是债务风险的重要衡量指标。不过，仅仅关注总杠杆率水平，会有偏颇；因为即使总杠杆率不变但杠杆率内部结构有调整，其风险含义也会发生变化。

以美国为例。危机之前其金融部门与居民部门杠杆率过高，从而危机爆发后，金融部门与居民部门去杠杆。不过，杠杆率并没有消失而是发生了转移：私人部门杠杆率下降，但美国政府部门的杠杆率却攀升很快，从而总杠杆率不降反升。如何评价这样的杠杆率变化？显然，相较于危机前，美国当前的杠杆率结构有所改善，抗风险能力也有所增强。

中国的情况颇为类似。总杠杆率平稳甚至略有上升，但杠杆率内部结构持续改善，杠杆率的配置也更趋于平衡了：企业杠杆率有所下降，居民杠杆率有所上升；政府加杠杆，金融去杠杆。随着更为平衡的杠杆率结构的出现，经济体抗风险的能力也在提升。正是基于这样的认识，在去杠杆过程中才能做到心中有数、保持定力，不追求短期内快速降杠杆。去杠杆不是目的，提高资金利用效率，配置好杠杆，管控好风险才是目的。

（二）十九大淡化 GDP 增长目标，为去杠杆创造更有利条件

党的十九大报告并未提及我国未来 GDP 翻番的目标。其原因在于，社会的主要矛盾变了，要解决的问题是提高经济质量。在现代化阶段，要通过质量、效率、动力“三个变革”实现经济增长；不提 GDP 翻番目标，有利于贯彻新发展理念，推动党和国家的事业全面发展，同时也为宏观政策的实施及其他政策目标的实现创造更有利的条件。

（三）拓宽规范融资渠道、约束举债冲动，管控好地方债风险

综观 2017 年前三季度，地方债治理的一个突出特点是严堵后门，开大前门。在“堵后门”方面，财政部发布一系列文件，严禁地方政府利用不规范的政府与社会资本合作模式（PPP）、政府投资基金、政府购买服务等变相融资。在开前门方面，不断扩围加力，提供了新的规范性融资渠道，尤其是试点发展项目收益专项债券。根据规定，分类发行项目收益专项债券筹集资金建设的项目，应当能够产生持续稳定、反映为政府性基金收入或专项收入的现金流，且现金流应当能够覆盖专项债券还本付息。从土地储备、收费公路专项债券的情况看，与对应项目联系紧密，偿债资金来源与项目收益或形成的资产严格对应，实现封闭运行管理。通过地方政府性基金收入项目分类发行专项债券，发展项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，同步建立专项债券与项目资产、收益相对应的制度，旨在打造中国版的地方政府“市政项目收益债”。

2017年以来，尽管在开前门方面作了不少努力和尝试，但整体来看开得还是不够大，难以满足地方政府现阶段的融资需求。我们认为，只要地方政府还有很多事要干（如基础设施建设等）同时又缺少合法合规的融资渠道，地方政府必然会“求新求变”，各类违法违规举债问题便难以得到根除，从而对地方政府隐性债务风险的管控形成重大挑战。未来看，要管控好地方债风险，须拓宽规范融资渠道，同时约束地方举债冲动。

（1）进一步调整央地间财政关系，通过培育地方税源，扩大地方税权，适度增加共享税的地方分成比例等，矫正支出责任和收入权力非对称性分权和地方财政高度依赖转移支付的格局，以及由此衍生的地方政府融资压力和扭曲的行为模式。（2）深化投融资体制改革，通过稳定投资预期，正向强化投资激励，动员和吸引更多的民间资本进入基础设施领域扩展投资。（3）着力硬化地方政府预算约束，通过深入推进市场化的地方政府债券发行机制、减少中央政府对于地方政府债务无限责任“兜底”和隐性信用担保，以及加快构建资本预算制度等，抑制财政机会主义行为，从源头加强债务风险管控。