2019年二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8月27日

2019年二季度杠杆率数据发布暨研讨会

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

常欣：

一、杠杆率的总体状况

从 2019 年上半年整体来看，居民、非金融企业和政府部门加总的实体经济杠杆率微弱攀升，金融部门杠杆率持续回落，大概从 2017 年开始，金融部门去杠杆一直在持续。

二季度，宏观（实体部门）杠杆率上涨了 0.7 个百分点，从 248.8%升至 249.5%。相对而言，一季度宏观杠杆率大幅上升了 5.1 个百分点。二季度当季，杠杆率过快增长的势头得到了控制，重回稳杠杆的路径。两个季度加总，杠杆率显著上升了 5.8 个分点，偏离了 2017 年以来宏观杠杆率得到有效抑制的轨道，2017、2018 年实体杠杆率还是相对比较稳定。这是上半年内外冲击对宏观经济稳定造成影响后所折射的一种自然反应，从杠杆率的变动趋势中也能看出整个宏观经济背后的基本态势。

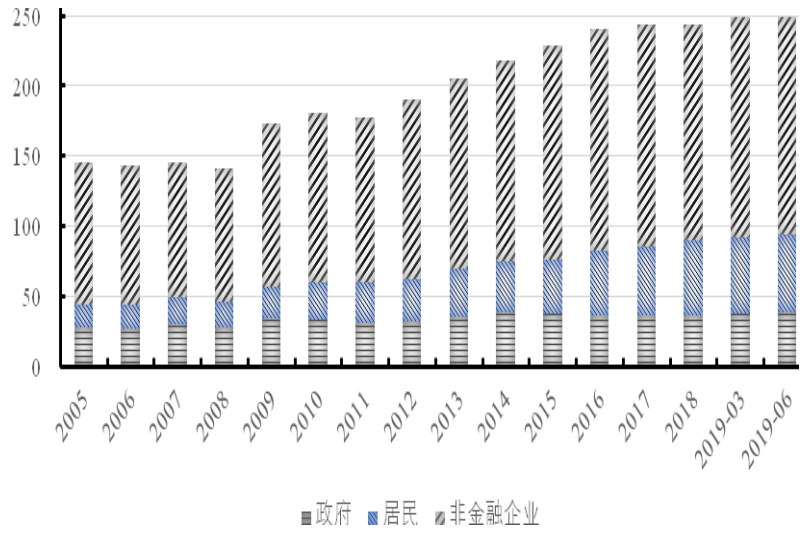

图 实体经济部门杠杆率及其分布（%）

二、分部门状况

第一，居民部门，杠杆率持续上升，增速与去年同期相持平。二季度，居民部门杠杆率上涨了 1 个百分点，从 54.3%升至 55.3%。从整个上半年来看，居民部门杠杆率从 2018 年末的 53.2%增加到 2019 年二季度末的 55.3%，两个季度累计上升了 2.1 个百分点，该增速与 2018 年上半年的 2 个百分点增幅基本持平。

除了关注居民部门杠杆率的总体水平，还要关注它的内部结构。居民部门贷款总体分为消费贷和经营性贷款，消费贷又分为短期和中长期。总体来看，短期消费贷款下降幅度最大，从 2018 年末的 29.3%下降到二季度末的 19.7%；中长期消费贷款增速也呈下降趋势，但今年上半年略有回升，从上年末的 17.3%上升到二季度末的 18%，然而相比一季度的增速有所放缓；经营性贷款增速保持稳定，从上年末的 12.3%下降到二季度末的 12.2%。

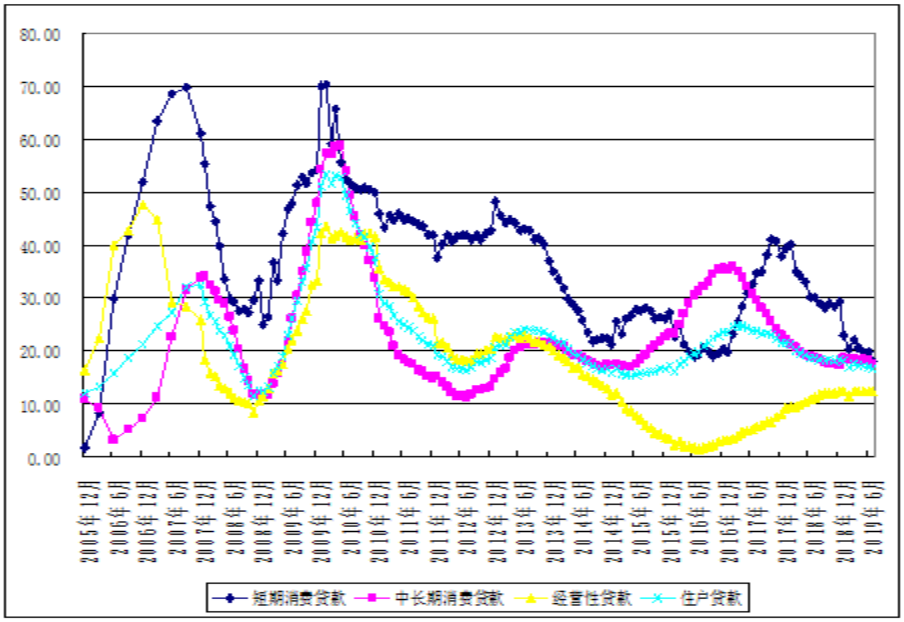

图 居民部门各项贷款同比增速（%）

把居民各项贷款的占比情况做一个测算，中长期消费贷款（主要是居民的房地产贷款），基本占到 2/3，短期消费贷款经过多年的发展占比始终在不断上升，经营性贷款占比稍有萎缩。基于这样一种贷款结构，如果要防控居民部门的杠杆风险或债务风险，主要的着力点还是要针对中长期消费贷款，特别是与房地产相关的个人贷款。

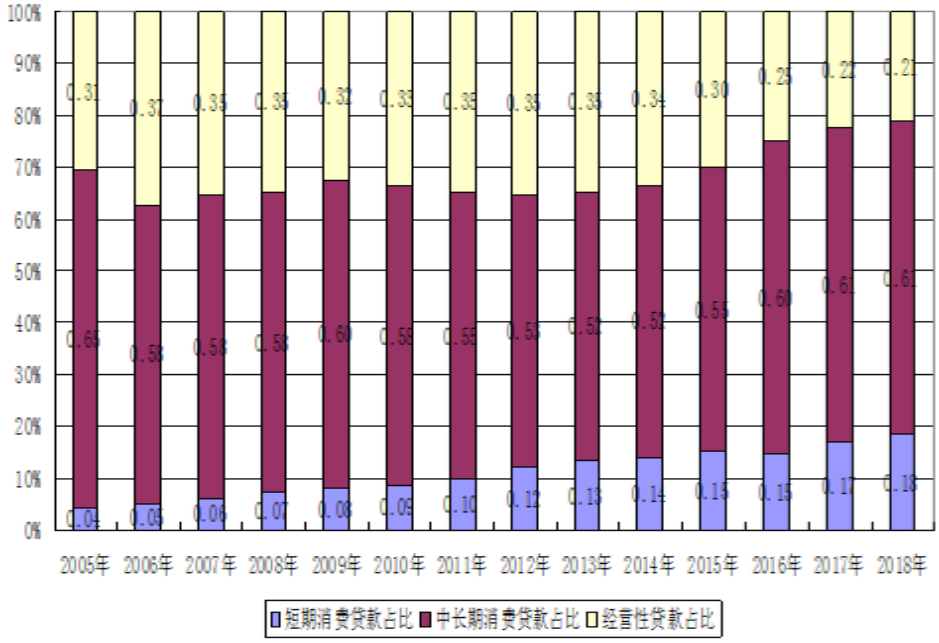

图 居民部门各项贷款占比（%）

过去几年的政策重点也是围绕着这个领域来开展，前期治理的重点就是防

止居民以短期消费贷款名义套出资金用于购房。这一现象经过前期的治理已在一定程度上受到抑制。今年以来，随着房地产调控定力的不断增强，在坚持“房住不炒”的基本定位并明确不把房地产作为短期刺激经济手段的背景下，房地产融资政策近期全面收紧，其中也涉及对个人住房贷款和短期消费贷款的规范问题。银保监会 5 月份曾下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，在 2019 年银行机构“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作要点中，重点之一就是要进一步监控“个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房”的问题。围绕房地产相关贷款的规范化，政策力度一直很大。这对于抑制整个居民部门杠杆率上升应该起到了一定作用。

除了要关注居民中长期贷款特别是房地产贷款，也要对个人短期消费贷款给予一定关注。银保监会发布的商业银行监管信息显示，虽然在个人贷款领域，相对住房按揭贷款，像信用卡贷款、汽车贷款等短贷领域的不良率相对偏高，但近年来总体上控制得比较好，没有出现明显上升。人民银行发布的支付体系运行相关数据也显示，对逾期半年未偿的信用卡贷款占比、授信额度增速的防控总体来说也比较好，相关风险不是很大。但想强调的是，要关注一些局部风险，即在一些特殊群体中，无抵押、无担保的信用贷款渗透率过高的问题，特别是一些低年龄群体、低收入群体消费贷款尤其是信用贷款的渗透率过高问题。如果不能得到很好的防控，可能会引发局部杠杆率上升和不良资产比率提高的问题，需要给予相应关注。

第二，非金融企业部门，杠杆率反弹态势趋缓。二季度，非金融企业杠杆率从 156.9%降至 155.7%，下降了 1.1 个百分点，又回到了去杠杆的路径上来。从整个上半年来看，非金融企业部门杠杆率累计上升了 2.2 个百分点，但相比

一季度 3.3 个百分点的大幅反弹，涨幅呈减缓态势。

可以从各项融资工具包括贷款、企业债券和非标融资的变化情况看企业杠杆率的变动。上半年，非金融企业信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票等影子银行融资工具与 GDP 之比下降较多，由 26.7%下降到 25.2%，对向下拉动杠杆率起到主要的推动作用。非标融资占社会融资总量的比重今年以来仍然呈下降趋势。上半年，债券融资部分则相对稳定，企业债券余额占 GDP 比例从 22.4%微升至 22.8%。前几年，由于金融脱媒现象、银行表外业务的发展，银行贷款在社会融资结构中的占比曾有所下滑，但是近几年，经过对影子银行的治理，银行贷款又重回社会融资结构的主体位置。今年以来，银行贷款余额保持着较高的增速，成为推动企业杠杆率上升的主要因素。上半年末，非金融企业贷款同比增速 10.5%，占 GDP 的比例从 98.9%上升至 102%。我们尤其需关注银行贷款对企业杠杆率上升的影响。

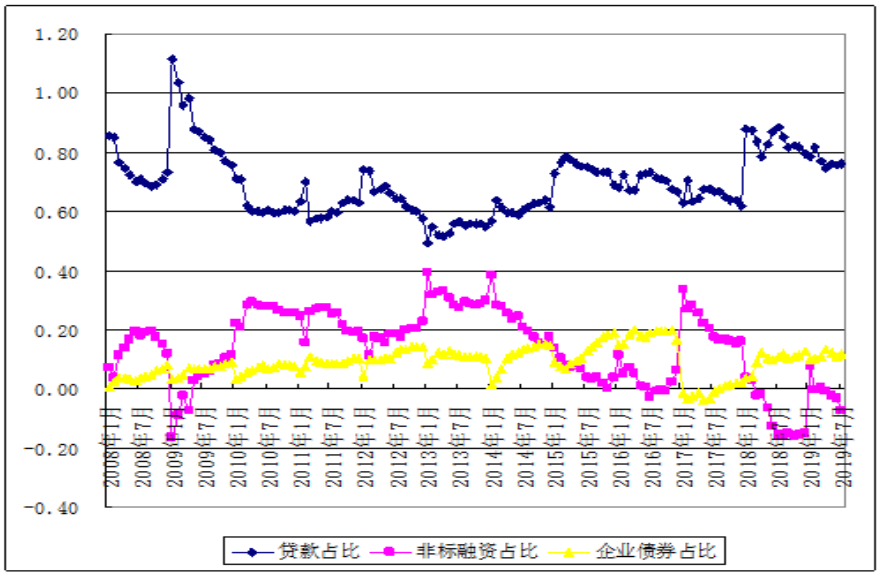

图 社会融资结构的变动

接下来跟大家分享一个问题，即如何看待紧信用环境中的民营企业退出与被动加杠杆现象。从资产负债率的角度来看，对国有和民营企业做一下区分，

在金融危机之后曾出现一个趋势，即国有企业在加杠杆、民营企业在去杠杆。但是从 2018 年开始，这一趋势发生明显转变，国有企业持续进入资产负债率下降的过程，相对而言，民营企业的资产负债率有一个非常明显的攀升，虽然近几个月上涨幅度已经稳定下来，但没有下降的趋势。私营工业企业和国有控股工业企业的资产负债率在不断靠近，基本达到一个相近的水平。

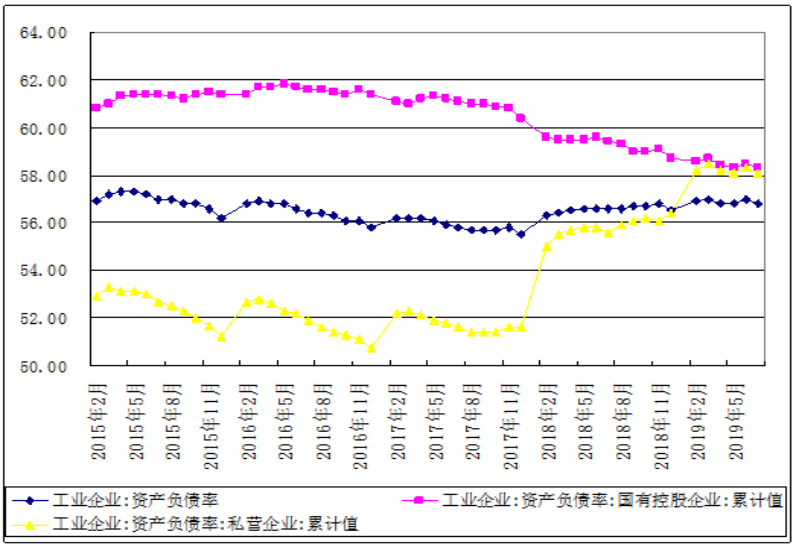

图 私营工业企业与国有控股工业企业资产负债率的变化（%）

对于这样一种趋势变化，不同的研究者分析的角度不同，可能有两个基本视角，一个是乐观视角，一个是相对悲观的视角。从乐观的视角来看，认为这反映了整个私营企业主动加杠杆的倾向，可能是一个经济向好的标志。但我认为这是一个相对被动的加杠杆趋势，背后反映了一些问题和矛盾，可以概括为资产和负债两个层面。

资产层面，反映了私营企业经营的困难，这和供给侧结构性改革的大背景直接相关：一方面是融资环境恶化；另一方面是受供给侧调整政策（强制去产能、环保限产）影响，整个利润分配结构进行了重新配置。

金融环境恶化与政策环境的影响可以从利润层面反映出来。去年一些研究报告集中提到一个问题，即工业企业利润总额“累计同比”和“累计值同比”

的偏离问题，今年以来这个情况一度有所好转，但还是存在一定的缺口。2018年8月，这两个增速曾经相差了26.3个百分点，之后有所缩小，到今年7月份，差距仍有8.7个百分点。

二者偏离的原因可以从统计方法背后来分析。根据国家统计局的说明，按可比口径计算的同比增长速度与用上年所发布数据计算的结果存在差异，一个重要的原因是统计单位范围发生变化。此外，加强统计执法、剔除重复数据、“营改增”后企业剥离部分经营活动等也是主要的影响因素。按照现有统计制度，需要每年定期对规模以上工业企业调查范围进行调整：部分达到规模标准的企业将纳入调查范围，也有部分企业因规模变小而退出调查范围，还有新建投产企业、破产、注（吊）销企业等变化。而保证样本数据的可比性是计算同比增长速度时所遵循的基本原则。这就意味着，在工业企业数量（样本数据）由于企业经营状况的变化而变动的情况下，基数相应变化下的同比数据与上年公布的同期数据就会存在口径差异。口径调整的因素表明，当按可比口径计算的利润增速显著高于通过利润总额算出的增速时，很可能是一些经营困难的企业不再符合规模以上的范围标准而被剔除出统计样本。有的研究用“幸存者偏差”统计术语来概括这一现象。

如果进一步把企业分为国有企业和私营企业来分析，这个现象在民营企业中更加明显。可以看到，国有及国有控股工业企业利润总额的“累计同比”和“累计值同比”基本没有偏离，但是私营工业企业二者的偏离比较明显，也就是说由于经营困难而退出统计范围的情况可能更多发生在私营企业之中。

亏损私营工业企业和亏损国有工业企业的对比状况表明，进入2018年后，发生亏损的私营工业企业明显增多，而亏损的国有工业企业并未呈现显著变化。

亏损私营工业企业与亏损国有工业企业之比，从 2017 年末的 4 倍左右的水平快速上升至 6 倍多的水平，由此可以看到民营经济亏损程度显著提升，导致退出规模以上样本数据的企业数量也相应急剧增长。这是一个值得关注的现象。这样一种经营困境，在某种程度上导致了民营企业资产方的收缩。

而在负债层面，主要考虑利息支出增速的变化情况。2018 年以来，在一段时间内国有工业企业利息支出增速下降的比较明显，而私营工业企业的利息支出增速在一个高位上相对比较稳定。从 2018 年下半年特别是四季度开始，相关部门采取了诸多举措来降低企业特别是民营企业和中小微企业的融资成本。从数据上看，这些举措确实产生了一定影响，国有企业和民营企业的利息支出增速都在下降。但今年以来利息支出增速又有所回调，私营企业利息支出增速相对高于国有企业。从 2019 年 6 月的情况看，私营企业利息费用的上升速度比国有企业快了 2.1 个百分点，可见私营企业还是面临更大的债务偿付压力。负债端的压力也会影响到整个私营企业的资产负债率情况。

综上，在资产端，经营方面的困境对企业利润留存进而所有者权益资本积累造成不利影响；而在负债端，因融资成本居高不下又带来一定的扩张压力。两端相比较，导致整个私营工业企业资产负债率呈现上涨的趋势。把国有工业企业和民营工业企业的资产、负债增速分别做一个比对后可以发现，国有企业资产方扩张速度要快于负债方调整速度，因而带来了资产负债率的下降；而民营企业正好相反，资产方扩张受限与负债方加速扩张导致了资产负债率的上升。这与之前国企加杠杆、民企去杠杆的趋势形成截然相反的态势。

以上是从大的宏观环境，包括融资困境进而经营困境，以及融资成本的变化态势来分析的，可以看出目前我们所面临的一些深层矛盾。尽管有关方面正

在试图破解这些矛盾，但效果还没有完全显现出来。总之，对于民营企业被动加杠杆的现象，还是应该给予更多的关注，从更加多元的角度对这个问题进行分析。

第三，政府部门，杠杆率继续上升。二季度，政府部门杠杆率上升了 0.8 个百分点，从 37.7%升至 38.5%。从整个上半年来看，政府部门杠杆率上升了 1.5 个百分点，其中地方政府杠杆率上升 1.6 个百分点，从 2018 年末的 20.4%上升至 6 月末的 22%；中央政府杠杆率与 2018 年末基本持平，微降 0.04 个百分点。

2019 年上半年，地方政府债券的增长速度非常快，全国共发行地方政府债券 2.8 万亿元，其中新增债券为 2.18 万亿元，置换和再融资债券为 0.66 万亿元。2019 年“两会”确定的全年新增债券发行限额为 3.08 万亿元，由于发行进度大幅前置，上半年已经用到了限额的 71%，较去年同期的 15.5%提升了 55.2 个百分点。单 6 月份一个月就用掉了限额的近四分之一额度，约占上半年累计发行规模的三分之一。根据国务院常务会议的决定，地方新增债券的发行任务将于 9 月底基本结束。预计三季度还将有 0.9 万亿元的新增债券发行额度，同时考虑到一定规模的再融资债券和置换债券，以及可能出现的上年剩余专项债券额度结转，将继续拉动地方政府杠杆率的提升。

接下来我们梳理一下地方债的治理思路。在过去半年中，决策层对地方债的治理可以概括为“堵”和“疏”两大层面。

第一个是“堵”的层面，主要是遏制隐性债务增量。可以看到，即使我们面临着稳增长的压力，但遏制地方政府债务特别是隐性债务增量的定力还是比较强的。有两个相关的文件特别值得关注。一个是 2019 年 5 月《政府投资条例》

出台，从政府融资端和投资端全面限制地方政府举债。该条例出台具有重要意义，表明对政府投资行为进行全面的规范，对于遏制地方隐性债务进一步积累会起到一定作用。另一个是 2019 年 4 月底财政部下达《关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知》，要求各地 6 月底前梳理入库 PPP 项目纳入政府性债务监测平台的情况，表明严控隐性负债的大思路并未改变。

第二个是“疏”的层面，又进一步划分为两个方面，一个是化解隐性债务存量。2018 年 8 月，围绕着防范化解地方政府隐性债务风险，曾出台了相关文件。这些文件虽然没有完全正式公开，但是通过加总各方面的信息可以看到，一是要进行隐性债务的摸底排查统计，二是要各地提出化解方案。大家比较关注和讨论的是会不会通过实行新一轮债务置换的方式以及通过展期的方式来平滑隐性债务风险。

我们注意到，2018 年 10 月国办下发 101 号文要求“在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”。今年以来，有很多报道，关于国开行介入镇江市隐性债务化解的具体情况。6 月份中办和国办联合下发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中，明确在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。在此背景下，除了国开行，还有一些商业银行也开展了相关业务。这是一个值得关注的趋势。同上一轮债务置换相似，新一轮债务置换的目的和诉求依然是降低融资成本及使债务期限合理化，以防止可能出现的流动性风险。根据我们的估算，2018 年末地方政府融资平台的带息负债约为 43 万亿元，

这部分债务的平均融资成本为 6.6%，则每年利息支出约有 3 万亿元。再加上这部分债务的久期普遍较短，还本付息压力较大。可以预期，通过借新还旧和展期，有助于缓解地方上的资金压力，特别是用贷款置换贷款、非标，以降低融资成本，延长债务久期，防范和化解地方政府隐性债务的风险尤其是流动性风险，避免出现债务违约而引发金融体系风险的情况发生。这也是在坚持去杠杆的同时防范“处置风险的风险”的必要举措。

“疏”的另一方面是做好地方政府专项债券发行和项目配套融资工作，这也是上面提到的 6 月份中办和国办联合下发的《通知》的主要内容。其中核心的问题是在稳增长、稳杠杆、防风险中如何平衡，以避免去杠杆过程对实体经济造成不必要的冲击。《通知》中提出一些政策重点，如优先解决必要在建项目后续融资，防止形成“半拉子”工程。特别地，《通知》允许在一些合规重大项目中由专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资，并严禁层层放大杠杆。《通知》还特别提出建立正向激励和依法合规予以免责两个政策重点，旨在为做好专项债券发行及项目配套融资工作提供强大保障。

从目前地方政府债券的用途来看，绝大部分都被用作了稳增长的相关支出。据财政部披露的信息，上半年新增债券资金用于棚改等保障性住房建设，铁路、公路等交通基础设施建设，城镇基础设施建设，乡村振兴等农业农村建设，教科文卫等社会民生领域，重大水利设施建设等六项领域资金投入占比达到 64.8%。由此可以看出，发行地方债特别是专项债，主要是为了达到稳增长目的。

总之，我们认为，围绕地方政府债务问题，应坚持疏堵结合，把“严堵后门”和“开大前门”协调起来，在严控地方政府隐性债务增量的同时，进一步

加大地方债开前门的力度。

在经济面临较大下行压力的情况下，可以通过适当提高政府部门（特别是中央政府）的杠杆率，使其主动承担起财政政策的逆周期调节职能，增加有效投资包括基建投资，避免由于政府支出缩减所导致的乘数效应进一步拉低经济增长。这是未来的政策重点。

第四，金融部门，杠杆率仍在下降。自 2017 年开始，从资产和负债两端分别统计的金融部门杆杠率始终处于下降态势，其中，资产方杠杆率由 2018 年末的 60.64%下降到今年二季度末的 58.74%，负债方杠杆率由 60.94%下降到 58.73%，降幅分别为 1.9 和 2.2 个百分点，说明金融部门的去杠杆趋势仍然在延续。

今年以来，特别要强调的是中小银行的信用风险问题，特别是 5 月份包商银行由于严重信用风险被接管之后，市场风险偏好有所下降。由于中小银行更多依赖于批发业务或同业业务，打破同业存单刚性兑付预期后，部分中小银行的市场融资能力受到影响。虽然央行出台了一系列举措来缓解或者对冲融资压力，但中小银行依然面临一定的流动性风险或流动性冲击。这是未来金融部门去杠杆过程中要特别值得关注的。

人民银行二季度货币政策执行报告强调，要避免因金融去杠杆中所出现的结构性因素对中小银行所产生的紧缩效应，力争在平稳的流动性环境下继续推进金融去杠杆工作。

三、政策建议

主体建议是要处理好以下三组关系。

第一，金融稳定与经济稳定的关系，即稳增长与防风险的关系。我们目前

依然面临去杠杆的两难问题，如果在削减债务过程中，节奏、力度把握的不太好，容易对宏观总需求产生不利影响，从而拉低经济增长，而经济增长下降通过拉低名义 GDP 增速反而抬高了杠杆率。7 月份的中央政治局会议也特别提到，要把握好处置风险的节奏和力度，这也是我们要特别注意的方面。

可以看到，在金融去杠杆和债务清理的过程中，由于风险偏好下降等方面的原因，信用分层问题比较突出，民营企业作为中低等级信用主体，信用利差处于不利的地位。而包商银行事件打破了同存刚兑，由于商业银行尤其是中小银行转嫁负债成本、被动缩表特别是资产端收缩，带来了流动性梗阻，加剧信用分化，民营企业风险溢价进一步上升。因此，在局部“拆弹”的过程中应避免过于激烈和简单粗暴的做法，以防止风险传染并对实体经济造成不必要的误伤。总之，债务清理过程要平滑化，在保持去杠杆的战略定力的同时，有效应对外部冲击，防止次生风险，把握好处置风险的节奏和力度，保持金融稳定和经济稳定的内在统一，取得巧妙的平衡。

第二，总量水平与内部结构的关系，即控水平与调结构的关系。在去杠杆或稳杠杆进程中，总量是一方面，但更重要的是结构，核心问题是如何防止杠杆错配，尤其是在国有企业和民营企业之间做好平衡。众所周知，相较于中小微民营企业对经济社会发展的贡献，其所获得的金融支持却很不相称，长期以来困扰中小微企业和民营经济发展的融资约束问题始终没有取得实质性突破，在资金可得性和融资成本方面一直处于劣势。去年以来采取了一系列措施来降低融资成本，从价格上看，在减小民营企业、小微企业的融资成本方面，取得了一定进展，但从数量上看，民企的债务占比仍在下降，国企的债务占比仍在上升，要设法对这种情况进行调整。

核心还是要从效率改进的角度出发，继续加快推进对“僵尸企业”的出清，支持国有企业依法对扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”进行破产清算，在提高债务资金使用效率的基础上，修复国有企业部门的资产负债表并降低负债率；同时也需要通过解决信用资质差异中的扭曲性问题、加快重塑支持中小微企业的金融业态等手段进一步加大对民营企业的信贷支持力度。

第三，一致规则与相机抉择的关系，即稳增长与稳杠杆的关系。客观而论，宏观调控在实施的过程中，是可以根据经济运行的不同态势机动灵活地采取相机抉择政策，或针对新出现的某些问题进行必要的微调。但这种调整不宜过于频繁，否则会带来政策的不确定性，有损政策制定者的声誉。政策的“时间不一致性”问题，会导致市场参与者预期的不确定性，又进一步影响宏观调控的效果，人为加剧经济波动。

在中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段后，伴随经济增长目标趋于淡化，稳增长作为宏观调控的政策目标之一，被赋予的权重可以适当调减。由此，在类似调结构、控风险等政策目标上的定力可以相应提高。既要防止增长速度惯性下滑，突破底线；又要提高对经济增速波动的容忍度，避免妨碍市场的正常出清过程。

在高质量发展阶段，一旦确立了防风险、去杠杆的政策方向，在经济形势没有发生大的变化特别是没有出现大规模的失业问题时，应该允许债务清理机制持续发挥作用，相应容忍经济增长速度的适当下行，毕竟只有经历了短期的痛苦才可能换来更长期的繁荣。换言之，只有这样，在保持去杠杆政策相对稳定性和连续性的基础上，才可能实现政策灵活度与可信度的有机结合。

总之，既要保证经济增长的稳定性，又要坚持稳杠杆的基本路径，确实是

相对两难的政策选择。在二者之间进行平衡或权衡是特别微妙的，需要决策者的智慧和技巧，我们也要给予更多的关注和研究。