



NIFD

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

【2019年年度】

NIFD 季报

主编：李扬

宏观杠杆率

张晓晶

刘磊

2020年2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。

实体杠杆率升幅前高后低 金融去杠杆或将告一段落

本报告负责人：张晓晶

摘要

本报告执笔人：

● 张晓晶

2019年实体经济杠杆率245.4%（由于GDP上调，2018年实体经济杠杆率比原口径下降了4.4个百分点），比上年上升了6.1个百分点，四个季度分别上升了5.1、0.7、0.9和-0.6个百分点。宏观杠杆率在一季度出现了大幅攀升，二、三季度增幅回落，四季度出现了增幅下降，整体呈前高后低态势；这与经济增长的态势基本一致。

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

分部门来看，居民部门杠杆率全年上升了3.7个百分点，仍然是总体杠杆率攀升的主要驱动力。政府部门杠杆率全年上升了2.1个百分点，相对于前些年也算是增幅明显。非金融企业部门的杠杆率全年仅上升了0.3个百分点，除了第一季度有较大幅度攀升，后三季度增幅都是下降的，企业部门仍然属于去杠杆进行时。金融部门杠杆率，以资产方统计全年下降了4.6个百分点，以负债方统计则上升了0.2个百分点。总体上，金融部门杠杆率趋于稳定，金融去杠杆或将告一段落。

【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

2017年宏观杠杆率仅上升了2.4个百分点，2018年甚至下降了1.9个百分点，因此，可以说“宏观杠杆率高速增长势头已得到初步遏制”。依照前两年的稳（去）杠杆路径，2019年宏观杠杆率的攀升有些意外。不过，鉴于中美经贸摩擦加剧导致经济下行压力加大，以及2018年去杠杆太猛产生较大负面作用需要纠偏，2019年杠杆率出现较快上升，亦在情理之中。而且，全年6个百分点的杠杆率增幅，只及2008~2016年年均杠杆率增幅的一半，这样的成绩仍属来之不易，体现了政策当局的定力。受新冠肺炎疫情的影响，2020年经济增长面临更大压力，宏观杠杆率上升幅度大概率会高于2019年。初步预测，2020年宏观杠杆率或将上升10个百分点。

目 录

一、总判断：实体杠杆率升幅前高后低.....	1
二、分部门杠杆率风险分析.....	3
（一）居民部门杠杆率仍然是总杠杆率攀升主要驱动力.....	3
（二）非金融企业部门去杠杆进行时.....	8
（三）政府杠杆率较之以前升幅明显.....	16
（四）金融部门去杠杆或将告一段落.....	20
三、疫情冲击与中央政府加杠杆.....	22

一、总判断：实体杠杆率升幅前高后低

2019年全年实体经济杠杆率245.4%¹，比上年上升了6.1个百分点，四个季度分别上升了5.1、0.7、0.9和-0.6个百分点。一季度上涨的幅度较大，二、三季度温和上涨，四季度出现了下降。从政策力度上看，一季度发力较重，在外部冲击较为严重的背景下，重心开始偏向于稳增长，新增人民币贷款达6.3万亿元，创造了历史峰值。但进入二季度后，这种杠杆率过快增长的势头得到抑制，新增人民币贷款同比出现下降。三、四季度这种杠杆率增长趋缓的态势得到延续，尤其是四季度，宏观杠杆率出现了下降。

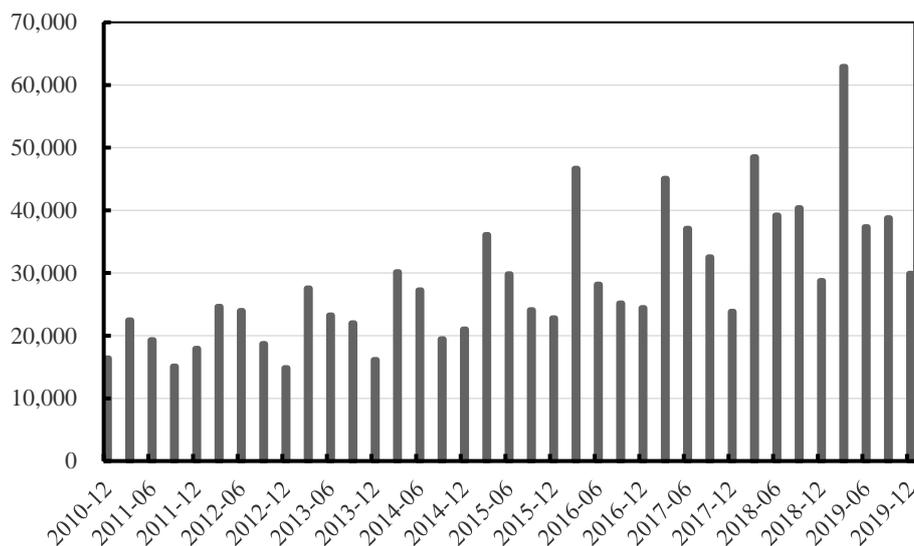


图1 新增人民币贷款（亿元）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

分部门看，居民部门仍然是杠杆率上升的主要驱动力，而非金融企业部门的杠杆率已经出现了三个季度的下降。居民部门杠杆率55.8%，比上年上升了3.7个百分点，四个季度分别为1.0、1.1、0.9和0.7个百分点，杠杆率的增长幅度是逐季下降的。非金融企

¹ 这是新口径下的宏观杠杆率。所谓新口径，是基于两方面的因素对原有的杠杆率数据进行了调整。一个是2019年社会融资规模口径的变化，另一个是2018年经济普查数据对于GDP的调整。主要的影响在GDP的调整。我们据此对2014年以来各季的数据都进行了调整。鉴于名义GDP的上调，新口径下宏观杠杆率则有所下调。

业部门杠杆率151.3%，比上年仅上升了0.3个百分点，四个季度分别为3.4、-1.2、-0.7和-1.2个百分点。在几家城商行出现风险事件的背景下，企业的负债意愿和银行的资金供给都出现了萎缩。政府部门杠杆率38.3%，比上年上升了2.1个百分点。相比之前的几年，政府杠杆率升幅较为明显。其中，中央政府全年上升了0.6个百分点，四个季度分别为-0.3、0.3、0.2和0.4个百分点，杠杆率的上升幅度和上升节奏与历年都是相似的，主要由国债的发行进度所决定。地方政府杠杆率全年上升了1.5个百分点，四个季度分别为1.0、0.5、0.5和-0.5个百分点。地方政府债券的发行额度主要都在前三季度使用，四季度几乎没有地方政府债券发行，因此地方政府杠杆率也有所下降。

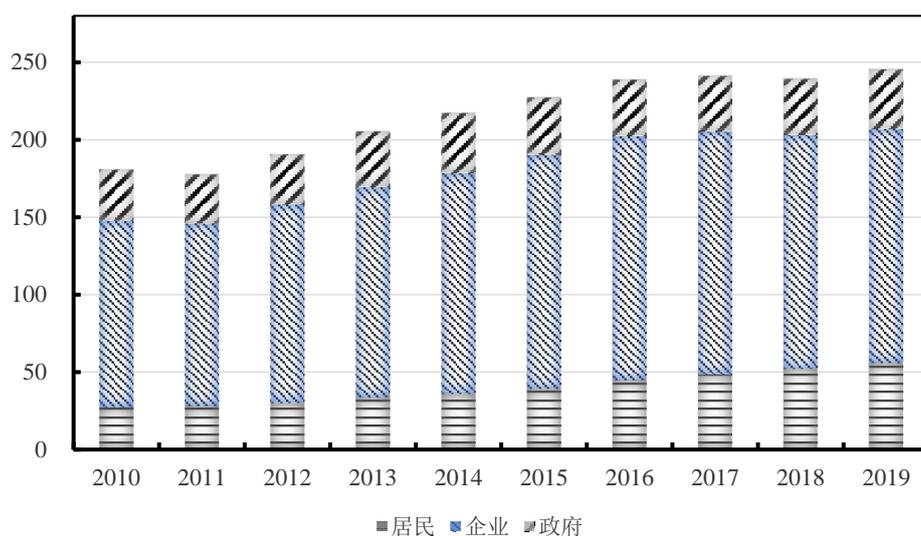


图2 实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

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。

金融部门杠杆率趋于稳定。全年来看，从资产方统计的金融部门杠杆率54.8%，比上年下降了4.6个百分点，前三个季度下降，第四季度有所回升；从负债方统计的金融部门杠杆率59.9%，比上年上升了0.2个百分点，前两个季度下降，三、四季度开始回升。金融杠杆率自2017年开始的强监管开始掉头向下，至2019年已逐渐趋于平稳，金融部门去杠杆或将告一段落。

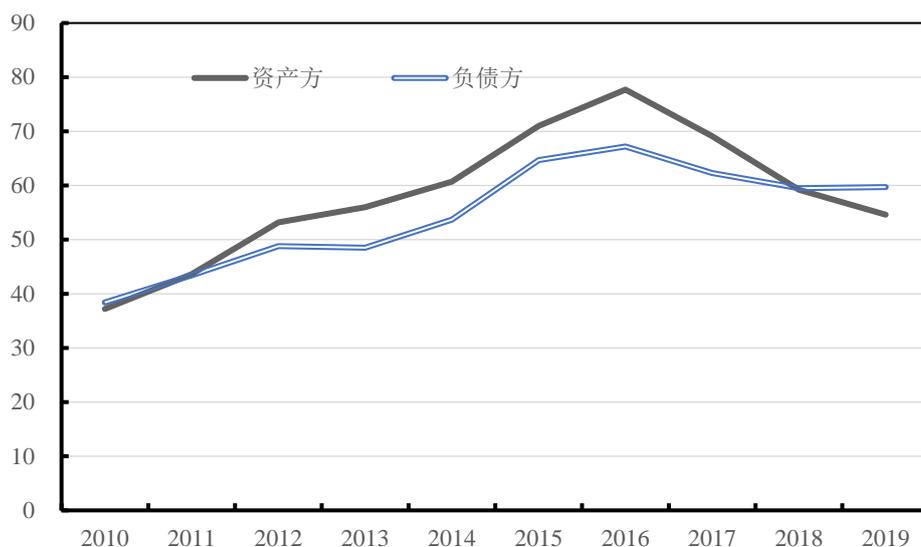


图3 金融部门杠杆率 (%)

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。

二、分部门杠杆率风险分析

(一) 居民部门杠杆率仍然是总杠杆率攀升主要驱动力

居民部门杠杆率仍在上升，上升趋势有所减缓。2019年末居民部门杠杆率为55.8%，相比于2018年末的52.1%上涨了3.7个百分点。从四个季度的上升节奏来看，分别是1.0、1.1、0.9和0.7个百分点，增幅是减缓的。历史上居民杠杆率增幅较高的年份是2009年（5.6个百分点）、2016年（5.5个百分点）和2017年（4.0个百分点），2019年的上升幅度仍属于较高水平。

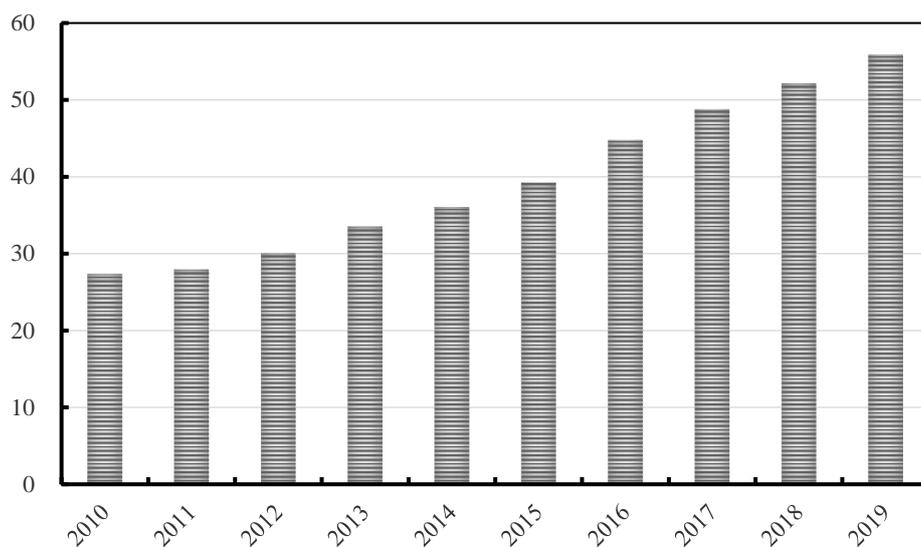


图4 居民部门杠杆率 (%)

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。

1. 短期消费贷款与居民消费

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。2019年末我国居民短期消费贷款9.9万亿元，占居民全部债务的18%。近十年来，社会消费品零售总额同比增速持续下行，与居民短期消费贷款变动趋势基本保持一致。这两个指标在2017年开始出现背离，并于2018年初结束，继续保持下滑态势。这一现象主要是受住房限购政策的影响，2017年各地银行纷纷收紧了房地产贷款额度，批贷周期也相应拉长，使得中长期消费贷升幅骤降，短期消费贷迅速攀升，其中大量的短期消费贷款违规流入房贷。随着监管机构的重视以及监管措施的逐步到位，这一现象已基本得到控制。

2019年居民短期贷款和社会消费品零售额的增速都出现了较大幅度的下降，短期贷款余额的同比增速从2018年的29%下降到13%，社消总额的同比增速从2018年的9%下降到8%。这既压制了居民杠杆率水平，也预示着消费需求的下滑。2020年初的疫情将大幅降低居民部门的消费支出，这一定程度上会导致居民杠杆率增幅下降。

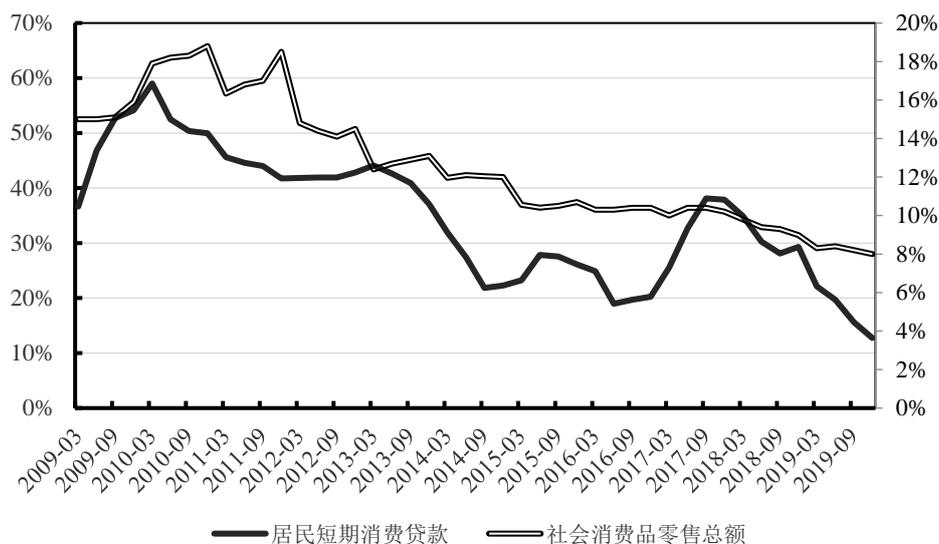


图5 居民部门短期贷款和社会消费品零售总额同比增速

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

2. 房地产贷款的两方面影响因素

影响居民杠杆率的主要变量是房地产贷款。2019年末居民总贷款规模为55.3万亿元，其中中长期消费贷款为34.0万亿，是构成居民贷款的主要部分，占居民全部债务的62%；而个人住房贷款余额约为30.0万亿，占居民全部债务的54%。从长期来看，居民贷款与住房按揭贷款的周期波动是基本一致的，居民部门的杠杆率也主要受到房地产周期的影响。

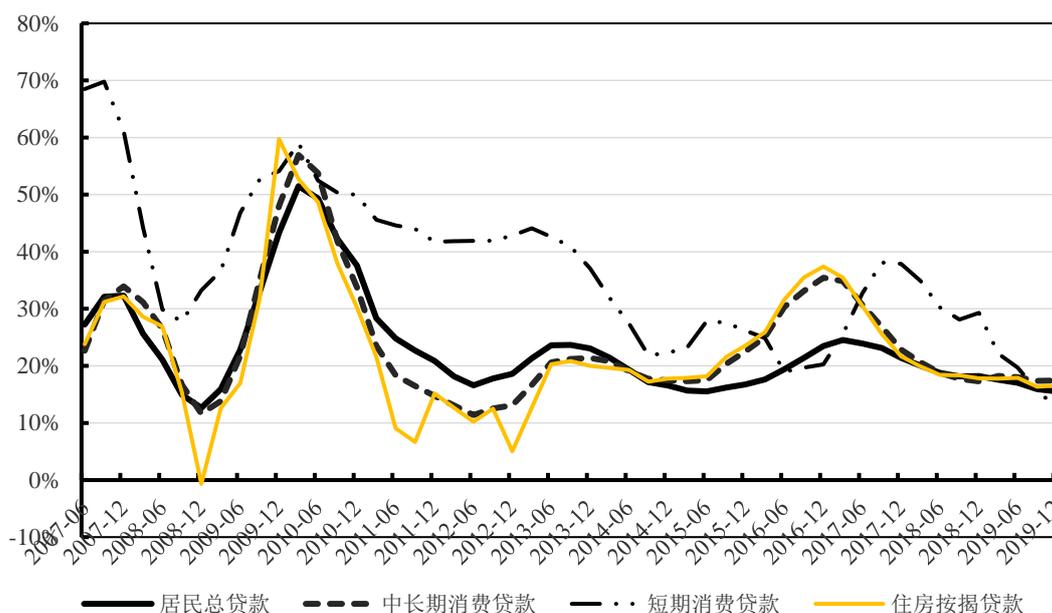


图6 居民部门各项贷款同比增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

判断居民部门杠杆率的走势关键还是在于房地产价格以及交易的变动趋势。从住房价格来看，无论是民间统计的百城房价指数，还是统计局公布的70个大中城市商品住宅价格，在2019年的同比增速都是逐渐走低的。2019年统计局公布的70个大中城市商品住宅价格同比上升了6.8%，比上一年下降了3.8个百分点；由民间统计的百城商品住宅价格指数同比上升了3.3%，比上一年下降了1.8个百分点。虽然还没有出现2012年和2014年那样的负增长，但下行的趋势已经非常明显，尤其是一线城市的同比增速已经接近于0。

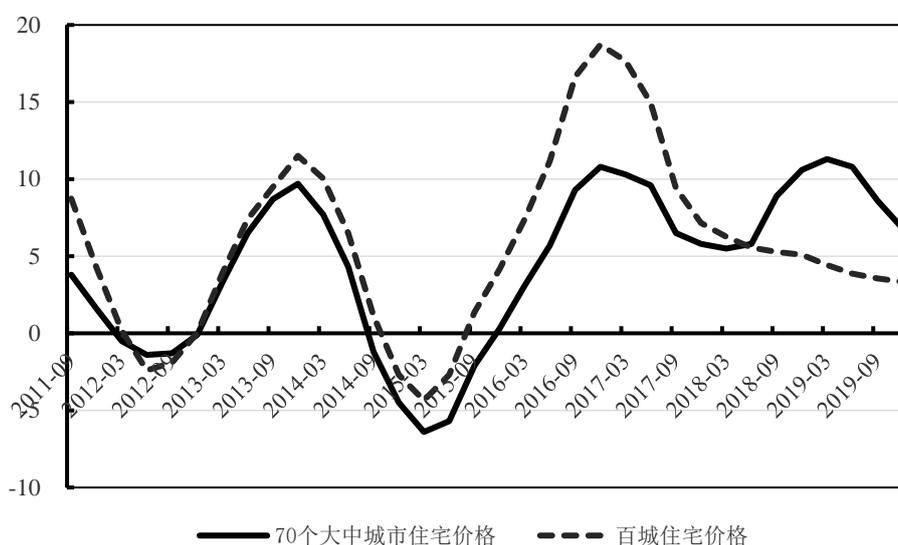


图7 住宅价格指数同比增速

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

2020年影响房地产走势的有两个关键变量。首先是稳增长的要求。2020年经济下行压力加大，各种研究机构对GDP增速的预期普遍较为悲观。服务业增速受到年初疫情的影响预计将出现大幅度下跌，居民消费支出的下降也拉低了经济增速。投资需求中，基建投资自2018年大幅下跌以来，2019年也未见起色，这与处理地方政府隐性债务风险是直接相关的。2019年基建投资同比增长3.3%，增速比上一年增加了1.5个百分点，但仍处于较低水平。制造业投资也滑落至低于5%的水平，2019年制造业投资同比增

长3.1个百分点，增速比上一年下降了6.4个百分点。制造业投资受到外部经济环境以及预期的影响较大，而且目前尚未有企稳改观的迹象。在保增长的压力下，房地产适当宽松的预期非常强烈。虽然房地产调控在2017年以来非常严厉，但房地产开发投资仍然处于10%左右的增速，为稳定经济贡献了重要的力量。2019年房地产投资同比增长9.9%，增速比上一年增加了0.4个百分点。2020年在经济下行压力进一步加大的情况下，房地产对稳增长、稳投资的支撑作用仍然非常大。

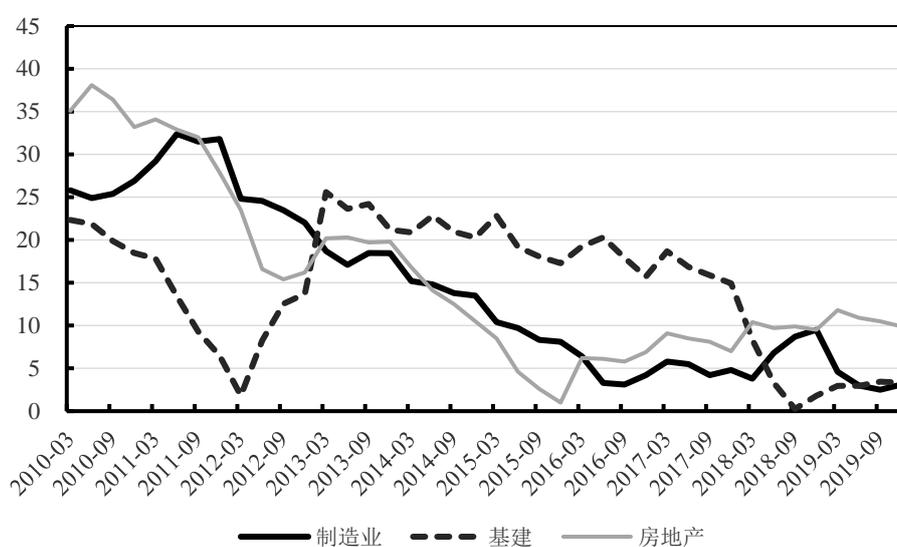


图8 几大类投资同比增速 (%)

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

另一个重要变量是“房住不炒”的约束。目前我国的住房价格从很多方面衡量都已处于较高水平，尤其是从租售比来看，房地产的投资价值非常低。如果没有长期房价上涨的预期存在，投资房地产的吸引力会大幅降低。采用加杠杆方式来投资房产，房屋租金很难覆盖贷款利息。这是抑制居民通过负债进行房地产投资的关键因素。而当前，经过了将近三年房地产价格平稳的过程，住房价格不再上涨的预期正在形成。2019年7月中共中央政治局会议强调了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。2019年12月在中央经济工作会议中专门在确保民生保障和改善的部分提到了房地产问题，再次提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的”。

炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”。2020年1月份，银保监会发布了《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，进一步要求“银行保险机构要落实‘房住不炒’的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动房地产市场健康稳定发展”。这些政策表态都说明决策层对于抑制房地产价格过快上涨的决心，“房住不炒”预期的形成将压制居民部门的购房投资行为，有利于居民杠杆率的稳定。

虽然稳增长的现实需求不能让房地产部门出现断崖式下跌，甚至有可能在经济下行压力较大的情况下会出现局部的放松，但房地产价格企稳的预期会进一步形成。我们判断居民债务水平的增速会有所下降，但受分母名义GDP增速可能会有更快下滑的影响，居民部门杠杆率仍然会较快上升。

（二）非金融企业部门去杠杆进行时

非金融企业部门继续保持去杠杆路径，从2018年的151.0%升至151.3%，全年仅上升了0.3个百分点，四个季度分别为3.4、-1.2、-0.7和-1.2个百分点。从年度比较来看，2016年非金融企业杠杆率达到157.6%，成为历史高点，2017和2018年分别下降了1.0和5.6个百分点。从季度比较来看，2017~2019年共计12个季度中，除了每年的第一季度出现了杠杆率上升，其余9个季度的杠杆率都是环比下降的。

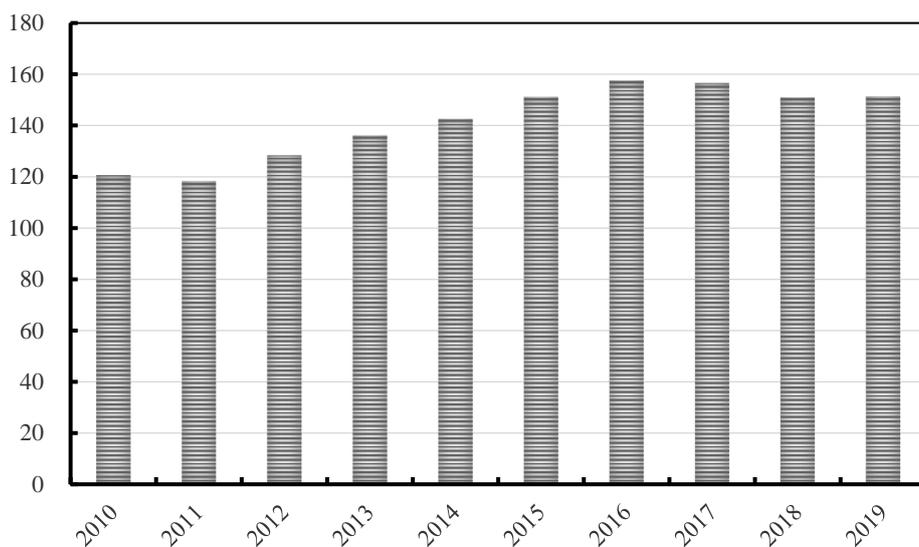


图9 非金融企业部门杠杆率 (%)

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。

1. 融资工具结构

非金融企业的表外融资规模自2017年达到高点后逐年下降。社融规模中的信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票三项加总，在2017年末达到26.9万亿元，随后开始下降。2018和2019年分别下降了2.9和1.8万亿，2019年末已降至22.2万亿元。这三项债务与名义GDP之比也从2014年的最高点33%下降到2019年末的22%。

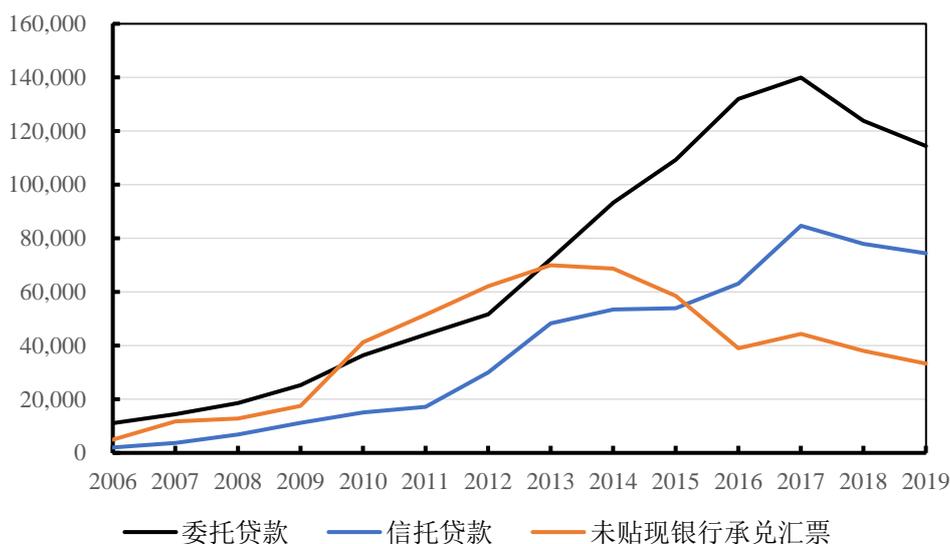


图10 各类非金融企业非标融资余额 (亿元)

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

这成为非金融企业杠杆率持续下行的主要原因。这部分表外融资规模的下降,与近两年以来监管机构对影子银行的强监管是密不可分的。2020年初,银保监会披露“三年来影子银行规模较历史峰值压降16万亿元”。非金融企业的表外融资与影子银行规模、金融杠杆率是联系在一起的。由于金融杠杆率在今年三、四季度已经出现了企稳迹象,企业部门的这部分表外融资预计也将企稳。

随着表外融资规模的下降,银行贷款在企业部门债务中的占比有所回升,从2017年的62%升至66%。与此同时,非金融企业贷款中的中长期贷款占比也在上升,从2016年的53%升至58%。这是融资结构改善的标志。首先,贷款占比上升侧面反映了影子银行规模的下降,压降了影子银行所带来的高成本和高风险。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。第二,中长期贷款具有更高的稳定性,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进一步促进降低企业部门的融资成本。

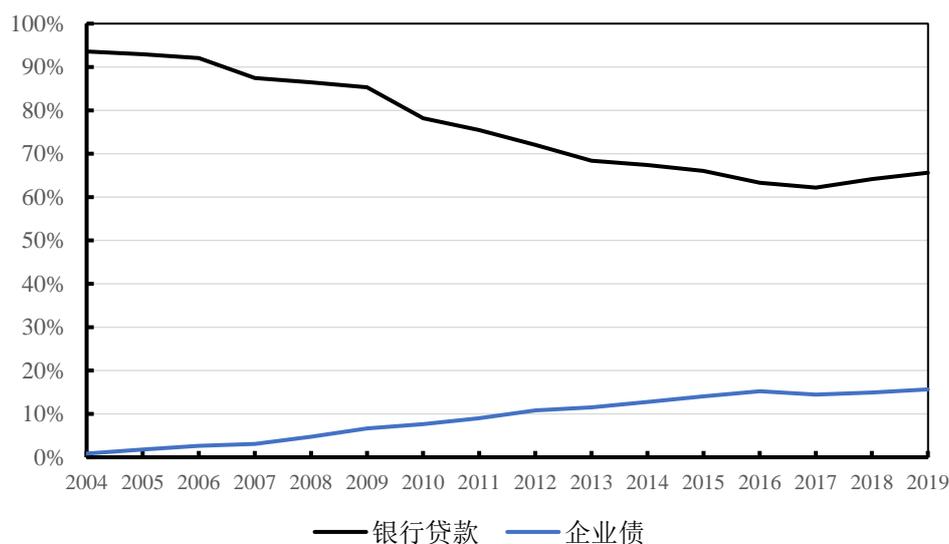


图 11 银行贷款与企业债在企业部门债务中的占比

资料来源:中国人民银行、Wind; 国家资产负债表研究中心。

2019年末企业债规模为23.5万亿元，与名义GDP之比为23.7%，相比上一年上升了1.2个百分点。企业债券违约已经成为常态。2018年企业债券违约大幅增长，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。2019年企业债券违约进一步上升，全年共179只债券出现违约，涉及违约规模达1444.1亿元。经济下行和打破刚兑是企业债违约的主要原因，未来这种违约事件还会增加。但总体上看，企业债违约风险相对较小，不会造成系统性风险。2019年末企业债券存量规模约为23.5万亿元，违约债券所涉及到的规模仅为1444.1亿元，占比0.6%，低于银行的不良贷款率。从积极的角度来看，企业债违约数量增加有利于债券市场的建设完善，促进信用风险的价格发现过程。

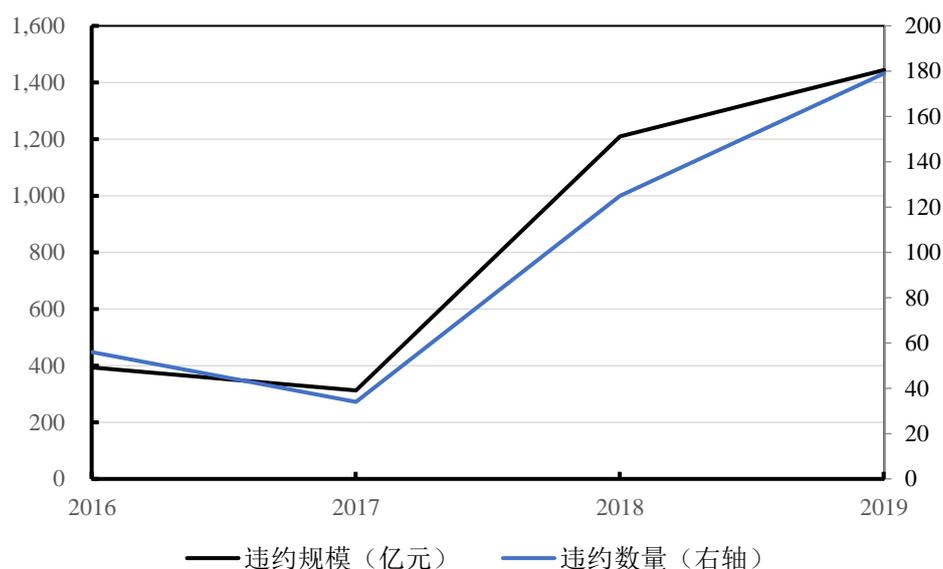


图 12 企业债违约数量和规模

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

2. 融资主体结构

财政部公布的全国国有企业资产和负债规模截至2019年6月末分别为195.0万亿和125.8万亿元，相应的资产负债率为64.5%。自2019年三季度开始，财政部不再公布国有企业资产和负债总规模的数据，只公布国企的资产负债率，2019年末的资产负债率为

63.9%。根据我们的估算，国企债务约占全部非金融企业债务的将近70%。

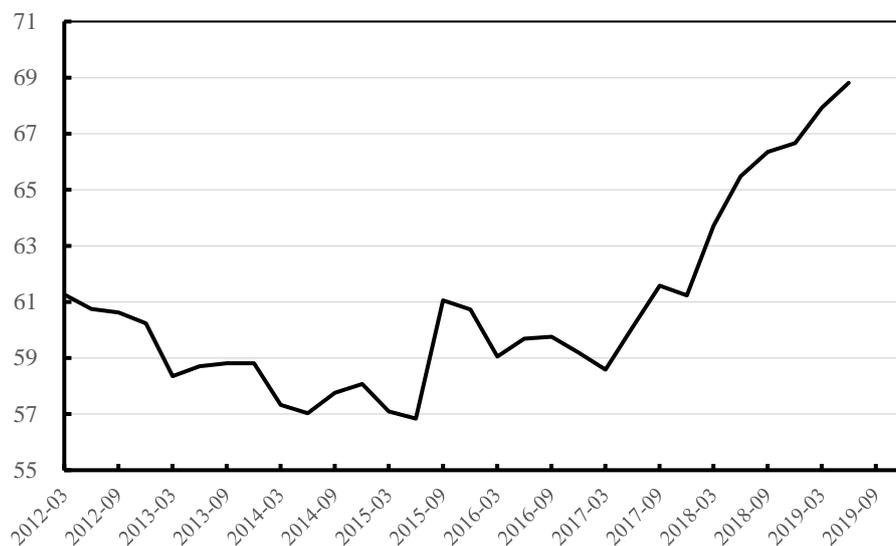


图 13 国有企业债务余额在非金融企业债务中占比 (%)

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。

另一方面，自2017年以来国有企业的资产负债率是在逐渐走低的。财政部所公布的国有企业资产负债率在2016年年中达到最高点66.3%，随后开始下降，当前已经降至63.9%。与之一致的数据是，统计局所公布的工业企业中的国有企业资产负债率也是在2016年年中达到最高点61.7%，随后开始下滑，当前已经降至56.9%。与国企资产负债率下降相对应的是民营企业资产负债率的上升。无论是以民营企业为主的工业企业，还是工业企业中的私营企业的资产负债率都在上升。但这一上升趋势在2019年有所缓解，全年基本保持稳定。

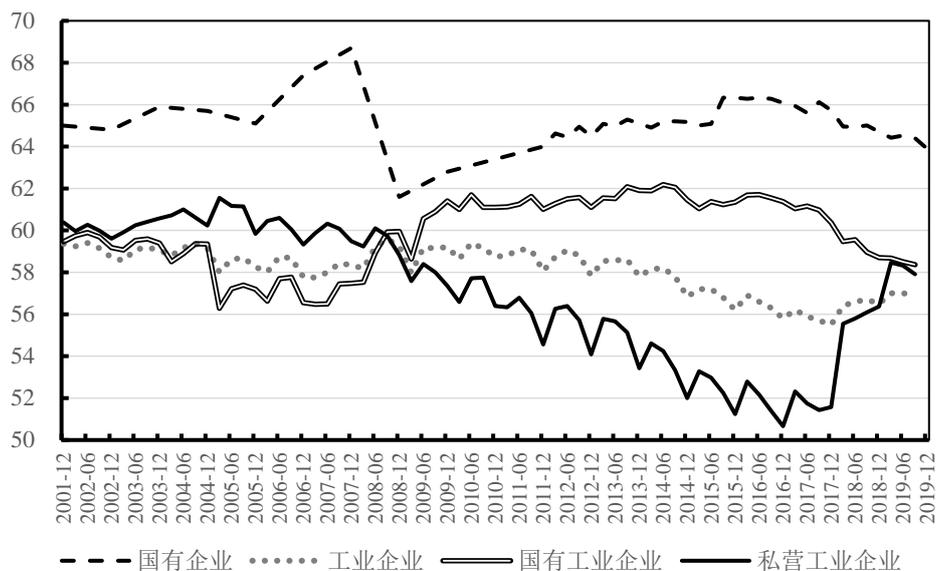


图 14 国企和工业企业的资产负债率 (%)

资料来源：国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

由此可以看出，虽然国有企业的微观杠杆率是在下降的，但其总债务规模仍然在上升，国企债务在全部非金融企业债务中的占比仍然较高，其中很大一部分是地方政府的隐性债务。

从小微企业的负债来看，其贷款在全部企业贷款中的占比有所上升。2020年1月份召开的人民银行2019年度工作会议指出，2019年已经超额完成了国有大型商业银行小微企业贷款增长30%以上、小微企业信贷综合成本下降1个百分点的政策目标。从数据上看，2019年末普惠小微贷款余额11.59万亿元，同比增长23.1%，比上年年末高了7.9个百分点，全年增加2.09万亿元，同比多增8525亿元。2019年末，普惠小微贷款支持小微经营主体2704万户，同比增长26.4%，全年增加565万户，同比多增100万户。对小微企业贷款比例提升和贷款利率下降是稳定经济增长和结构性去杠杆的重要环节。2019年对小微企业贷款所取得的进步主要得益于国有大型商业银行的努力。

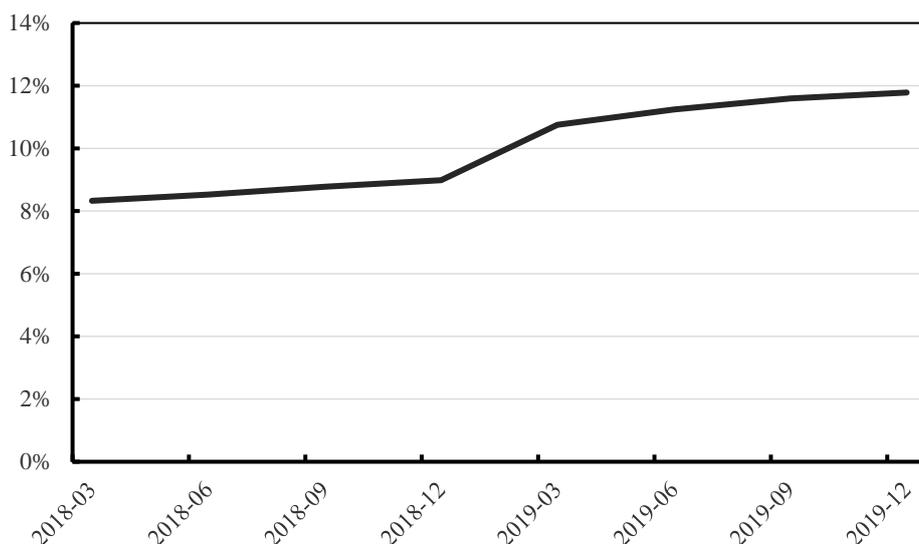


图 15 小微企业普惠贷款占全部非金融企业贷款余额的比例

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

但另一方面，由于对非标融资和影子银行的严监管以及经济下行压力的增大，中小微企业的融资途径和融资需求都是有所下降的。从融资渠道上看，虽然2019年其贷款余额占比不断上升，但由于金融去杠杆，也产生了一定的结构性扭曲，使得中小微企业从表外获得贷款的通道减少了。影子银行的发展虽然存在监管套利、资金空转、成本上升等方面的问题，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，从结果上看也是增加了非金融企业融资中的国企和融资平台的占比。宏观经济增长预期的下滑也限制了中小微企业的贷款意愿。以工业企业中的私营企业为例，自2017年其营业收入和利润的同比增速一直处于下降的趋势中，2019年末分别降至了5.6%和2.2%。而2020年如果GDP仍在下行，企业对未来经济的预期将会更为悲观，这部分私营企业和中小微企业的贷款融资意愿很难有所起色。

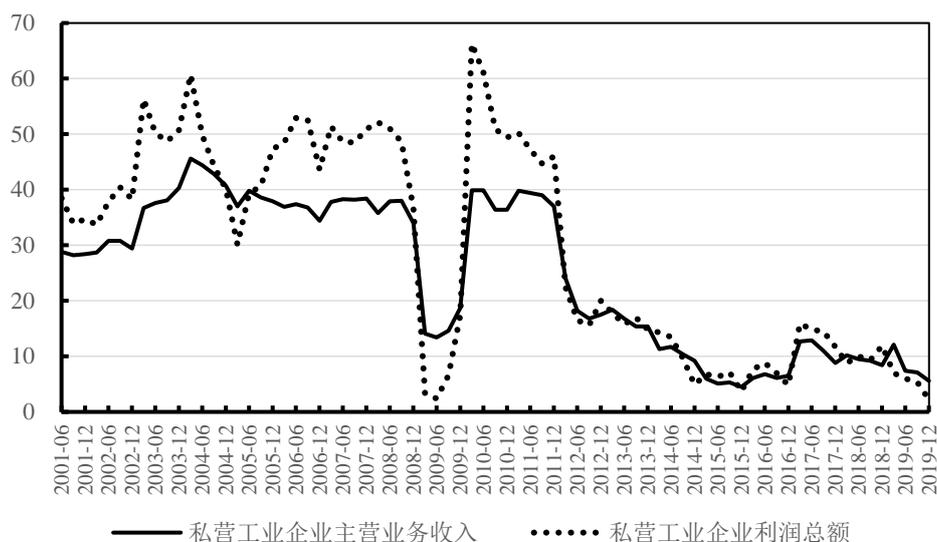


图 16 私营工业企业收入与利润同比增速 (%)

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

综合来看，一方面是国企和地方政府隐性债务占比仍然居高不下，另一方面则是民营企业 and 中小企业的融资渠道和融资意愿不足。虽然国有大型银行在2019年已经开足马力，超额完成了对小微企业普惠贷款的任务，但由于表外融资渠道的萎缩，矛盾并未缓解。中小企业融资难的局面依然存在。这一困境只能通过继续深化金融供给侧改革来解决。这包括银行和资本市场两方面力量的共同作用。

首先是中小银行的发力。2019年年中，几家城商行相继出现了一系列风险事件，对银行间流动性以及中小银行未来的发展定位等都产生了重大影响。我国发展中小银行的初衷就在于服务当地，支持民营和中小微企业。几次金融委会议中也多次提到要多渠道补充中小银行资本金，促进提高其对中小微企业的信贷投放能力。目前已有几家中小银行通过发行永续债的方式补充了资本金，预计2020年中小银行通过发行永续债等方式补充资本金的数额及比例将会大幅上升，中小银行对中小微企业的支持力度也将会上升。

其次是资本市场的改革。2019年7月科创板试点注册制改革已经启动，这会带动相应的信息披露、退市制度、投资者保护、

交易制度等方面的全方位变革。虽然目前科创板还存在着许多问题,有待完善,但这种注册制改革的方向对全方位完善资本市场,吸引民间资金进行股权投资都具有重要意义。2020年,创业板的注册制改革也将启动,其对资本市场带来的影响更为深远。另一改善资本市场的重要力量是养老基金。目前中国的养老体系规模较小,也比较封闭,在资本市场中的权益投资占比较小。而养老基金在其他发达国家都是资本市场中长期资金的主力,加强这部分资金的规模以及入市比例既有利于完善我国未来的养老体系,也有助于资本市场的长期健康发展。这对于优化非金融企业杠杆率也是至关重要的。

(三) 政府杠杆率较之以前升幅明显

政府部门杠杆率从2018年的36.2%升至2019年末的38.3%,全年上升了2.1个百分点,四个季度分别为0.7、0.8、0.7和-0.1个百分点。与之前几年相比,政府杠杆率升幅较为明显。其中,中央政府杠杆率从2018年的16.2%升至2019年的16.8%,全年上升了0.6个百分点,四个季度分别为-0.3、0.3、0.2和0.4个百分点。地方政府杠杆率从2018年的20.0%升至2019年的21.5%,全年上升了1.5个百分点,四个季度分别为1.0、0.5、0.5和-0.5个百分点。

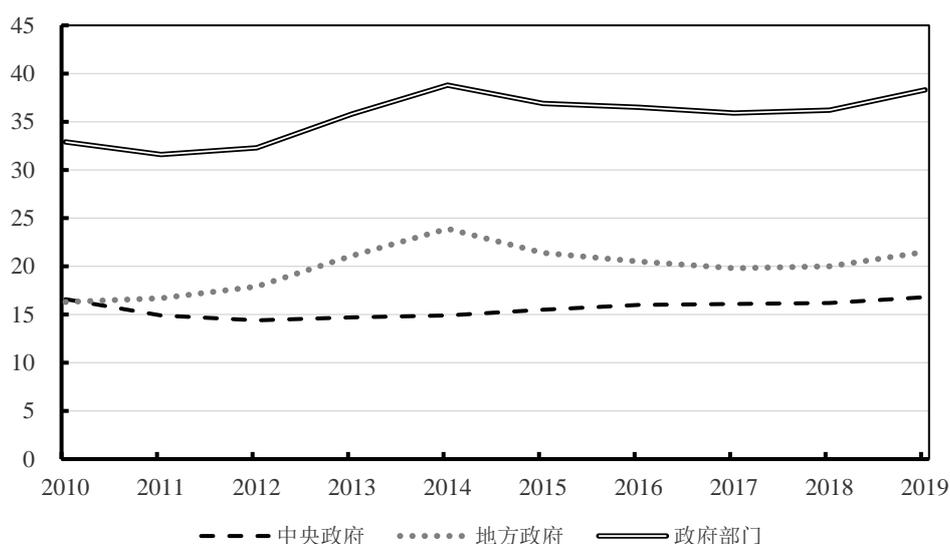


图 17 政府部门杠杆率 (%)

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。

1. 中央政府：国债存量偏低

我们统计的2019年末国债规模为16.7万亿元，与GDP之比为16.8%。根据财政部公布的数据，2019年三季度末中央政府债务余额15973亿元，其中国债规模为15955亿元，国债占全部中央政府债务余额的99.9%。从几大类政府债券余额的规模来看，地方债在2016年之后快速增长，2019年底已达21.1万亿元，在政府债券中占有最大规模；而中央政府债券为16.7万亿元，国债规模与地方债规模之间的差距越来越大。

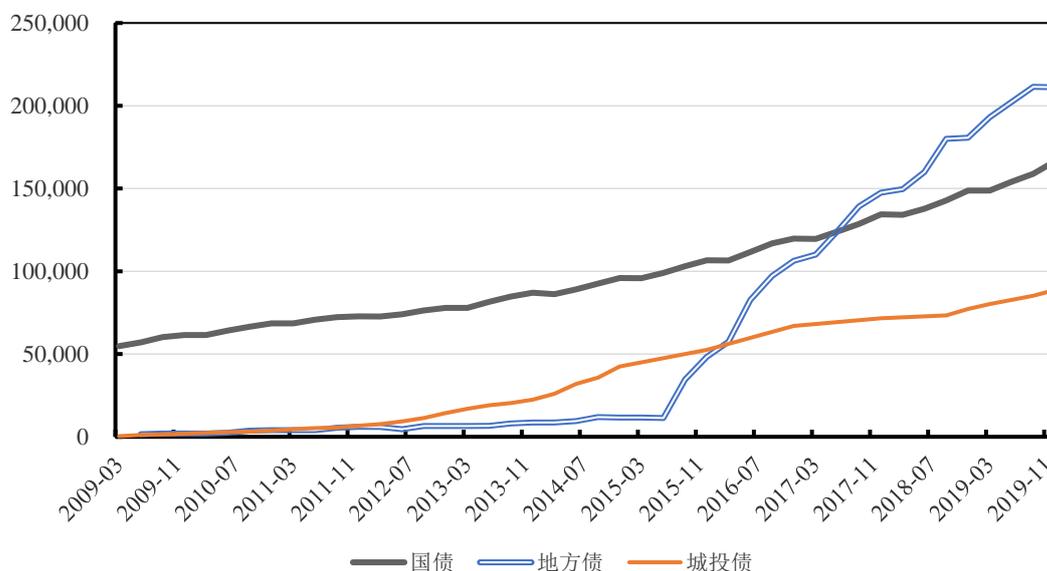


图 18 政府债券规模（亿元）

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

从国际比较来看，我国中央政府债券规模相对偏小。截至2019年三季度末，日本、美国、英国和德国的中央政府债券与GDP之比分别为187.7%、87.7%、73.3%和33.9%，均远高于中国的国债规模占比。从这个角度来看，中央政府加杠杆还有较大的空间，在结构性去杠杆中还应发挥更大的作用。

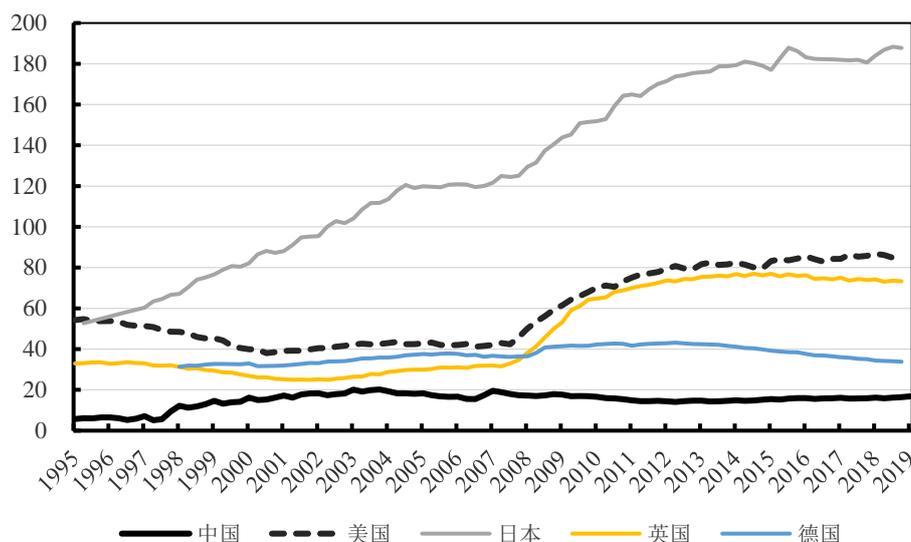


图 19 各国中央政府债券与 GDP 之比 (%)

资料来源：CEIC；国家资产负债表研究中心。

2. 地方政府：关键仍在于隐性债务的化解

2019年末地方政府债券规模为21.1万亿元，仅次于金融债的规模，是债券市场的第二大券种。2019年经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。根据统计，2019年的发债工作在三季度末已经完成，四季度没有新增债务。全年的新增债务额度也控制在全国人大批准的限额之内。

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
2018 年末余额	180711	3151	109939	73923	183862
2019 年三季度末余额	211424	2727	118985	95165	214150
2019 年末余额	211183	1889	118694	94378	213072
全年新发行			17742	25882	43624
全年增加额	30472	-1262	8755	20455	29210
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。

2019年9月份的国务院常务会议上提出了加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需，并“按规定提前下达明年专项债部分新增额度”。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，地方政府具有约1.8万亿元的债务发行额度。2019年四季度的三个月地方政府共发行债券规模分别为964.6亿、457.89亿和379.87亿元。但由于部分债券到期，地方政府债券余额有所下降。

国务院常务会议专门提出了“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区。发改委在2020年度工作报告中也强调了要坚持“资金跟项目走”的原则，引导各地做好投资项目储备，充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，在基础设施建设等方面推动落实一批重大项目。这里的核心是地方政府债务发行一定要对应到相应的项目，一定要直接转化为投资。2020年地方政府债券，尤其是专项债的发行会进一步扩张。但这里最为关键的约束就是投资项目。稳投资是2020年宏观经济稳定的关键所在，而地方政府债务在稳投资，尤其是稳基建投资中也将起到更为重要的作用。

地方政府杠杆率所蕴含的更大风险在于其隐性债务。2009年为应对全球金融危机，地方政府承担了重要的逆周期宏观调控职能，随之也形成了巨额的隐性债务。我们分别用宽口径和窄口径两种尺度测算了地方政府隐性债务，2018年末分别为50万亿和15万亿元左右，分别占到当年GDP的55%和20%。我们认为真实的地方政府隐性债务规模很有可能在这个比例之间。即使按照窄口径估算，地方政府隐性债务规模也与当前的国债规模接近。并且这部分债务的成本要远高于主权债务成本，成为地方政府财政的压力。也正因为如此，2019年对地方政府隐性债务的担忧不断。

除了加大地方政府专项债券规模限额来增加化解隐性债务的手段之外，2018年国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（101号文）明确要求保证隐性债务还本付息的稳定性，必要时可通过展期、债务重组等方式来保持经济平稳健康发展。2019年3月份沪深交易所的窗口指导放松了融资平

台发行公司债的申报条件。6月份中办和国办印发了《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》，允许在一些重大项目中由专项债券作为一定比例的项目资本金。这一系列举措旨在防范和化解地方政府隐性债务的风险，避免出现债务违约而引发的金融体系风险。

无论是新一轮的隐性债务置换，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，防范债务违约导致系统性金融风险的应有举措。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。对债务风险的化解也并非一蹴而就，应在认清事实的基础上找到和解决问题根源。

（四）金融部门去杠杆或将告一段落

金融部门杠杆率已经止住了下降趋势，趋于稳定。资产方统计口径杠杆率由2018年末的59.4%下降到54.8%，全年下降了4.6个百分点，四个季度分别为-0.1、-1.8、-2.8和0.1个百分点。负债方统计口径杠杆率由2018年末的59.7%微幅上升到59.9%，全年升高了0.2个百分点，四个季度分别为-1.5、-0.7、0.6和1.8个百分点。两个口径下的杠杆率一个是从三季度开始企稳回升，一个是从四季度开始企稳回升。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，从负债方口径来看尤其如此。

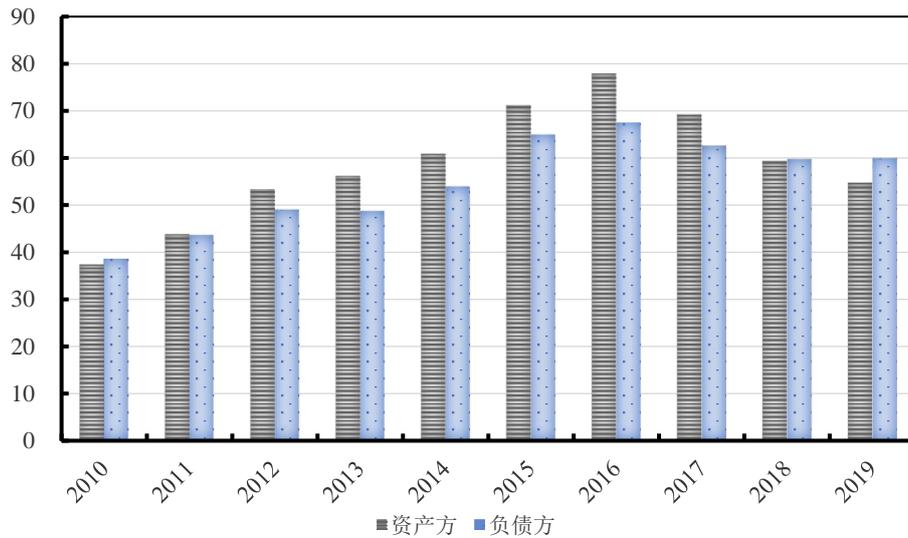


图 20 宽口径金融部门杠杆率 (%)

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。

我们认为，经过2017年至今已满三年的金融去杠杆过程，金融部门杠杆率已经达到较为合理的水平，各种金融乱象得到了有效遏制，金融部门去杠杆或将告一段落。这一判断的主要依据有以下三点。

首先，金融杠杆率已下降三年，大量影子银行和银行表外资产都已回归到合理水平。仅考虑信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票这三项影子银行资产，2019年的资产规模与GDP之比为22%，相比2017年已经下降了10个百分点，基本回到了2010年的水平。根据银保监会的统计，影子银行规模较历史峰值压降16万亿元，治理成效明显。与影子银行资产相对应的地方政府隐性债务、过剩产能部门债务都经历了明显的收缩。以2017年的资管新规征求意见稿为起点，监管部门对金融杠杆率进行了有效的治理，尤其是在统一监管规则方面，堵住了资金在金融体系之内空转的途径。2019年末的中央经济工作会议指出“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”。央行在2020年初的年会中也认为三年攻坚战中的“防范化解金融风险攻坚战取得了关键进展”。

第二，2020年宏观经济环境发生了较大变化，稳增长的压力大增，金融监管面临着边际上的放松。2018年发布的资管新规指导意见给予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三年，即从2017年底到2020年底。但从近日来监管部门的表态以及媒体报道来看，这一过渡期可能会延长一年。监管政策边际上宽松也会使金融杠杆率止跌企稳。

第三，当前金融供给侧改革的主要矛盾已经发生变化，未来将更注重结构性调整。在银行体系里，未来的重点工作在于引导中小银行回归本质，建立审慎经营文化，合理确定经营半径，向地方经济、小微企业和城乡居民提供更多贷款。在资本市场体系里，未来将继续推进注册制改革，增加长期资金和机构投资者的占比，提高直接融资比例，提高企业融资的便利性，降低企业资产负债率，最终实现非金融企业杠杆率的良性发展。

三、疫情冲击与中央政府加杠杆

2019年宏观杠杆率的变动态势偏离了前两年稳（去）杠杆的轨迹，充分体现了稳杠杆的艰难。考虑到新冠肺炎疫情的冲击，2020年稳增长难度进一步加大，相应地，稳杠杆的任务更加艰巨。

虽然在餐饮、酒店、旅游、工业、建筑业、电影院线、金融等领域，疫情对于经济增长的负面冲击较大，但有关医疗保健、纺织服装、在线游戏、在线教育等领域也受到了疫情的正面冲击，综合这些因素，一季度名义GDP增速可能会回落2个百分点左右。鉴于疫情冲击主要集中在一季度，全年影响会低于这个水平。考虑到对抗疫情与稳增长的需要，2020年的债务增速可能会略高于2019年。综合分子（债务）与分母（名义GDP）因素，2020年杠杆率升幅或在10个百分点。

政策重点近期看显然是把握好疫情防控与恢复生产间的平衡，中期看仍是把握好稳增长与稳杠杆间的平衡。我们认为，一方面需要容忍杠杆率的进一步上升（主要源于增长率的下滑），

另一方面应在杠杆率结构性上做文章。这里想着重探讨一下中央政府加杠杆。

首先，结构性去杠杆要求在整体杠杆率稳定的情况下减少国有企业债务和地方政府隐性债务，这要求其他部门的杠杆率还要适当上升。即一定有其他部门来承担地方政府和国有企业转移出来的杠杆率，其中具有潜在加杠杆空间的是中央政府和民营企业。

其次，发行国债有利于债券市场的完善发展。由于国债规模相对偏小，尤其是长期国债和超短期国债的比例较少，使得市场收益率曲线并不完善。增加国债的发行量，有利于完善债券市场，尤其是能更加体现出债券收益率对市场利率的价格指示作用。前财政部长楼继伟2019年末在关于“政府债券发展历程和思考”的讲话中也谈到了大规模发行特别国债的可能，建议用10万亿元特别国债购买外汇储备来丰富债券市场。关于外汇的管理权限问题各国都有自己的实践经验，在不同的制度设计下央行和财政当局都可以持有一国的外汇储备，这并非我们探讨的重点，但发行国债的建议恰好符合我们认为中央政府应加杠杆的政策建议。

第三，国债规模上升有利于深化中央银行资产负债表健康机制建设。人民银行在2019年工作年会中专门提到了中央银行资产负债表健康机制建设不断深化。这意味着央行也开始重视其自身资产负债表健康机制。我们在之前的报告中多次提到过关于改善央行资产负债表结构的建议。我国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。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债权，发行基础货币。2019年末央行有37.1万亿元总资产，其中外汇储备为21.1万亿，占比57%；对其他存款性公司债权为11.8万亿，占比32%；而国债持有仅有1.5万亿，占比仅为4%。通过对银行再贷款发行基础货币的政策透明度不足，且这类贷款的久期不断拉长，也降低了货币政策操作的灵活度，甚至某些操作失误可能

会在短期内对货币市场流动性造成较大的影响。而在央行资产负债表中增加国债规模则既有利于缓解中央政府债务发行对国债市场的冲击，也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。

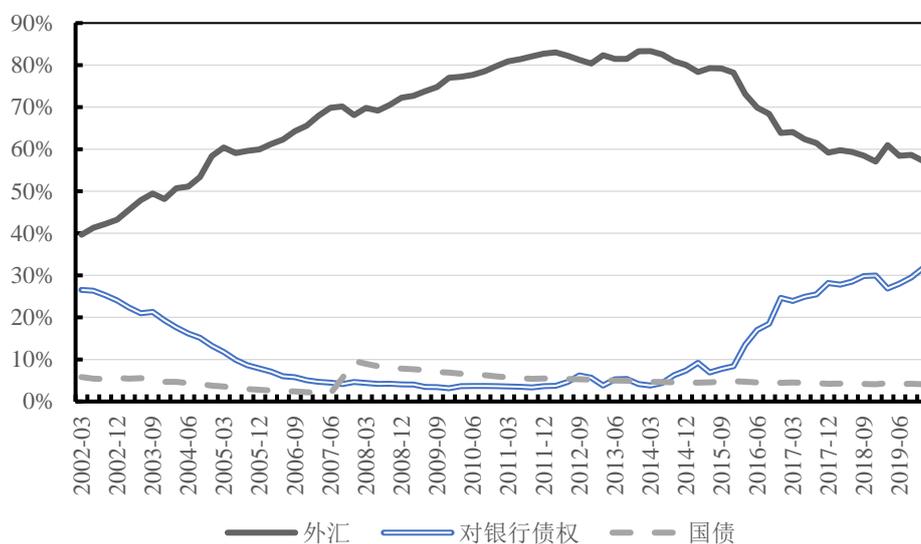


图 21 中央银行总资产中几大类资产占比

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

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。