

中国杠杆率趋稳，结构有所改善

李扬 ; 张晓晶; 常欣 ; 刘磊 时间：2018-01-15 来源：中国经济报告

实体经济：总杠杆趋稳，结构有所改善

截至 2017 年三季度末，包括居民、非金融企业和政府部门的中国经济实体经济杠杆率由一季度末的 237.5% 增加到 239%，上升了 1.5 个百分点，总体态势趋稳。与此同时，居民和非金融企业部门间出现了杠杆转移：三季度与一季度相比，居民部门杠杆率上升 2.5 个百分点，而非金融企业部门杠杆率则下降 2.9 个百分点，表明杠杆率内部结构有所改善，杠杆率风险有所下降。

我们将上述杠杆转移视为风险减缓，原因在于：不同部门、不同主体的负债能力与运营效率不同，从而承担风险的能力也大相径庭。比如，政府部门信用高，掌控的资源多，负债能力强，如果杠杆率由居民或企业向政府转移，国民经济总体风险便趋减弱；与国际比较，中国居民部门杠杆率相对较低，从而，在一定范围内，居民适度加杠杆也能降低总体杠杆率风险。这样，政府与居民部门加杠杆，就为企业部门去杠杆赢得了时间和空间。同样，在企业部门，若能推动低效率企业去杠杆、高效率企业加杠杆，亦能保证在总杠杆率相对稳定的情况下，杠杆风险降低。所以，讨论中国债务（杠杆）风险，不仅应关注债务（杠杆）的总水平，更应当分析其部门结构及变化，否则可

能有失偏颇。

居民部门：加杠杆较快，风险微升

居民部门杠杆率依然延续上升趋势，从 2017 年一季度末的 46.1% 上升到二季度末的 47.4%，直至三季度末的 48.6%，累计上升了 2.5 个百分点。

需要警惕短期消费信贷蜕变为变相房贷所带来的风险。截至 2017 年三季度末，居民部门贷款余额为 39.1 万亿元，同比增长 23.1%，远超全部银行贷款 12.6% 的增速。其中个人购房贷款余额为 21.1 万亿元，占总贷款余额的 54%，同比增长了 17.7%。

住房贷款的增速低于居民总贷款增速的事实告诉我们，住房贷款并非居民部门杠杆率上升的主因，关键是短期消费贷款余额增加过快。2017 年前三季度短期消费贷款余额增加了 1.5 万亿元，同比增速达 38.1%，相比 2016 年同期仅增加 0.8 万亿元的低水平，这一增长势头值得关注。特别是在房地产调控趋严、按揭贷款额度受限后，部分居民或以短期消费贷款的名义套出资金实际用于购房，“房抵贷”、“首付贷”等资金违规流入房地产市场的可能性增加，其对房地产市场的边际影响很大，不可小视。

短期消费信贷的快速增长，既与市场需求相关，也与供给相关：一是基于零售业务的战略转型，商业银行和持牌消费金融公司（多数

拥有银行背景)开始越来越多地从事为个人提供消费贷款的业务;二是消费金融类资产支持证券(ABS)近两年发展迅速,已成为中国资产证券化市场第三大资产类型;三是金融科技迅速发展,带动依托于互联网金融平台的消费信贷的发展。由于短期消费信贷与按揭贷款的性质不同,其利率与风险也大于按揭贷款,目前不少消费信贷是通过授信、向用户提供现金贷款的形式投放,特别是互联网金融平台提供的无担保、无抵押的信用贷款,更放大了未来可能的违约概率。然而,我们预计,随着房地产市场的回调及各地房地产调控政策进一步发酵,居民部门杠杆率的上升态势可能趋缓。

企业部门: 杠杆率下降, 国企去杠杆成效不彰

非金融企业部门杠杆率从2017年一季度末的157.7%下降到二季度末的156.3%,三季度末进一步降至154.8%,累计下降了2.9个百分点。由于金融监管还存在将企业表外负债向表内转移的效应,企业实际杠杆率下降幅度可能会比我们估算的数字更大一些。2017年上半年企业部门杠杆率下降的主因是企业债出现负增长,社会融资规模中企业债券融资在2017年前两个季度皆为负值。这主要是受到了金融监管加强后所引发的连锁反应影响,同时也映射出实体经济仍在下行的事实。

虽然非金融企业部门杠杆率总体在下降,国企去杠杆成效却不明显。从工业企业的资产负债率来看,非国有工业企业的资产负债率为

52%，低于平均水平，而国有工业企业达到 61%，仍处于高位。从负债与营业收入的比例来看，国有企业也远高于非国有企业。可见主要债务偿付风险集中于国有企业。此外，国有企业总债务占全部非金融企业债务的比重自 2015 年起呈现较明显的上升趋势，并且仍在上升。

政府部门：杠杆稳定，或有上升压力

政府总杠杆率从 2017 年一季度末的 37.7% 上升到二季度末的 37.8% 和三季度末的 38.1%，累计微升 0.4 个百分点。其中：中央政府杠杆率从一季度末的 15.7% 上升到二季度末的 15.8% 和三季度末的 16.1%，上升了 0.4 个百分点；地方政府杠杆率连续三个季度维持在 22% 的水平。

2017 年上半年政府债券发行速度减慢是政府部门杠杆率增速较慢的主因。需要指出的是，PPP 取代传统的融资平台模式，成为地方融资的“新宠”，其蕴含的风险值得关注。PPP 项目的资本规模从 2016 年初的 8 万亿元增长至 2017 年二季度末的 16.4 万亿元，仅 2017 年上半年就增加了 1.8 万亿元。在全部项目中，已经进入实施阶段的有 3.5 万亿元，占将近五分之一。由于 PPP 的出资方包括政策性银行、政府基金、私人资本和国有企业等，但项目主体通常由政府控制，须提防地方政府继续提供隐性担保的可能。我们的研究显示，在 PPP 项目中，真正有民间资本参与的比例不足 10%，即最具关键意义的社会资本形同虚设，这可能使 PPP 蜕变为地方政府增加隐性债务的手段。

要从根本上改变信贷驱动增长模式

必须认识到，中国经济金融结构中客观存在杠杆率上升的潜在动力，要根除之，必须改变传统的信贷驱动增长模式。这就需要对经济增长方式和金融结构进行彻底改革。

国际经验显示，依靠信贷驱动增长并非中国独有的发展模式。事实上，自 20 世纪 80 年代金融自由化以来，信贷（以及与之相关的房地产）驱动增长已经成为全球性现象。正因为如此，以信贷与房地产周期为核心的金融周期逐渐在全球的经济周期运行中占据主导地位。

摆脱信贷驱动增长模式，需要从两方面入手。在实体经济层面，需要彻底转变发展方式，实现由投资主导转向消费主导；在金融层面，则须彻底转变间接融资为主的格局。这里的机制是：只要增长以投资为主，在金融结构不发生变化的条件下，信贷驱动就属必然，从而带来杠杆率的不断攀升；倘若转变到消费主导的增长模式，则增长的关键将转变为收入分配而不是信贷增长。

在这方面，我们特别需要汲取美国次贷危机的教训。本世纪初，美国收入差距扩大、收入支撑消费乏力，经济增长低迷。为了刺激经济，美联储开启信贷刺激闸口，依靠“次贷”刺激经济。表面上看，穷人靠贷款也能买得起住房，收入分配恶化的局面因“资产型储蓄机制”的启动得到缓解，房地产市场因此也出现了 5 年左右的繁荣，并带动了整体经济增长。但是，在金融市场上，由于资产泡沫迅速膨胀、

杠杆率急剧攀升，最终引发百年不遇的金融危机，至今仍未走出危机的泥潭。美国的教训告诉我们：只有切实改善收入分配并辅以金融结构改革，才能真正实现经济增长由投资驱动逐步转换为消费驱动，也才能从根本上改变信贷驱动的增长模式，抑制杠杆率上升、全面降低金融风险才有机制保证。美国次贷危机殷鉴不远，我们切不可重蹈覆辙。