



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶

刘磊

2021年5月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，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。

宏观杠杆率下行 抓住改革窗口期

摘要

- 受经济复苏影响, 2021 年一季度宏观杠杆率下降, 延续了 2020 年四季度以来的去杠杆态势。
- 居民杠杆率轻微回落, 为 2012 年以来首次季度性下降。但个人经营性贷款增长较快, 房地产市场交易活跃, 全年看居民杠杆率较难下降。
- 非金融企业部门杠杆率继续下降, 连续三个季度共下行了 3.8 个百分点, 预计未来几个季度还会有所下降。
- 一季度政府杠杆率降幅较大, 主要受发债节奏的影响, 预计 2021 年政府杠杆率仍会上升。
- 经济增速恢复, 宏观杠杆率下行, 应着力抓住推进改革的窗口期, 聚焦债务“灰犀牛”问题, 取消政府隐性担保, 破除国企(或地方政府)信仰, 逐步形成市场化的风险定价机制, 构建适应新发展格局的可持续的债务积累模式。

本报告负责人: 张晓晶

本报告执笔人:

- 张晓晶
中国社会科学院金融研究所所长
国家金融与发展实验室主任
- 刘磊
国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中心秘书长

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

对外部门资产负债表

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、总判断：宏观杠杆率继续下降，企业和政府部门去杠杆	1
二、分部门杠杆率分析	2
（一）居民杠杆率轻微回落，为 2012 年以来首次季度性下降 .	2
（二）非金融企业部门连续三个季度去杠杆	7
（三）政府杠杆率降幅较大，更多是季节效应的体现	11
（四）金融部门杠杆率保持相对平稳	13
三、专题：关注地方政府债务风险	15
四、宏观杠杆率走势与政策展望	22
（一）2021 年有望实现年度去杠杆	22
（二）抓住改革窗口期，形成适应新发展格局的可持续的债务积累模式	23

一、总判断：宏观杠杆率继续下降，企业和政府部门去杠杆

我们测算一季度宏观杠杆率下降 2.1 个百分点，从 2020 年末的 270.1% 下降至 268.0%。与此同时，M2/GDP 下降了 0.4 个百分点，从 2020 年末的 215.2% 降至 214.9%。从杠杆率增速上看，宏观杠杆率继续延续 2020 年四季度的去杠杆态势，两个季度共下行 3.2 个百分点。从驱动因素上看，经济增速提高为季度去杠杆的最主要因素。一季度债务环比增速为 3.5%，与 2020 年同期水平基本一致；但名义 GDP 增速达到了 21.2%，其与债务增速之间的较大差值降低了杠杆率水平。从杠杆率结构上看，非金融企业和政府部门去杠杆的力度最大。一季度居民、企业和政府部门杠杆率分别下降了 0.1、0.9 和 1.1 个百分点。受经营贷快速上升影响，居民杠杆率下降幅度有限。政府部门杠杆率下降主要受发债节奏的影响。我们预计 2021 年居民和政府部门杠杆率仍会上升，非金融企业杠杆率将有所下降。

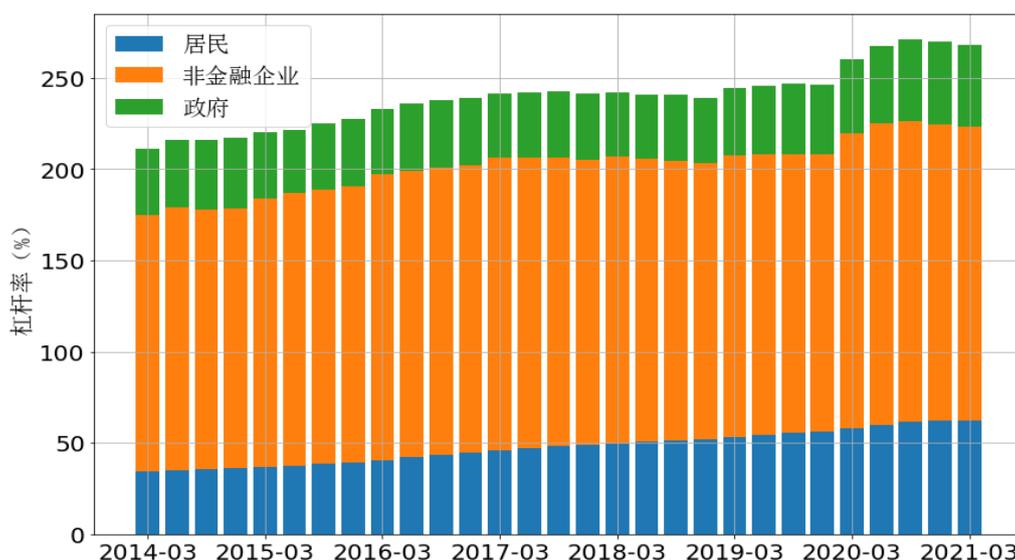


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

二、分部门杠杆率分析

(一) 居民杠杆率轻微回落，为 2012 年以来首次季度性下降

2021 年一季度居民部门杠杆率下降了 0.1 个百分点，从 2020 年末的 62.2% 下降至 62.1%，为 2012 年以来首次季度性杠杆率下降。在宏观经济恢复力度较强的环境下，居民杠杆率仍基本稳定，降幅很低。居民债务增速较快，尤其是个人经营性贷款有较大幅度的上升，应引起关注。

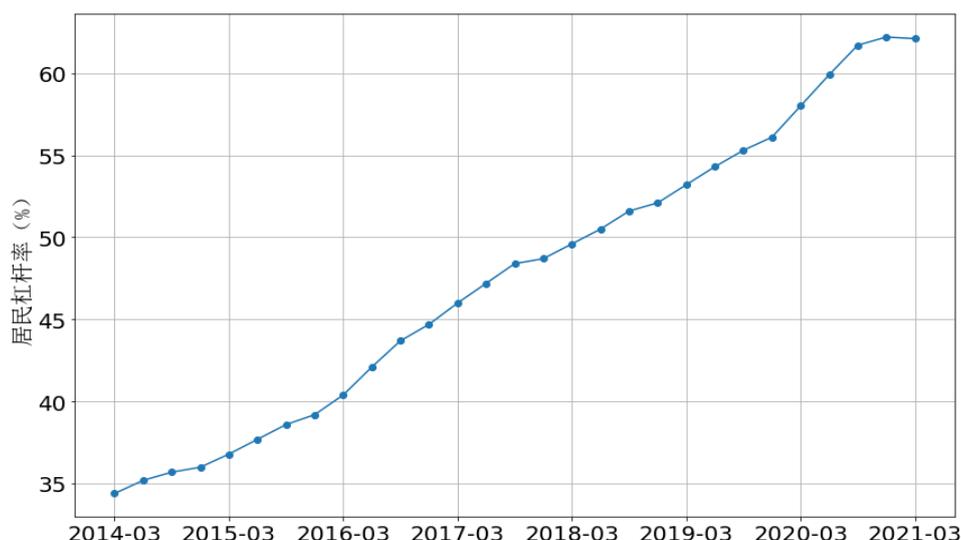


图 2 居民部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 近年来我国居民杠杆率增速较高，已超过德国和日本的水平

从国际比较来看，我国居民部门杠杆率最为显著的特征是增速较快。从 2000 年不到 5% 增长至当前的 62.1%。与国际金融协会所公布的全球各国居民杠杆率相比较，中国居民杠杆率当前已超过德国和日本的水平，但仍低于美国和英国的水平。受疫情冲击影响，各国杠杆率在 2020 年都有所上升，美国、英国、日本和德国居民杠杆率在 2020 年分别上升了 4.2、7.5、-1.2 和 4.4 个百分点。除日本外，各国居民杠杆率的增幅都较大，其中美国的增幅还高于中国。

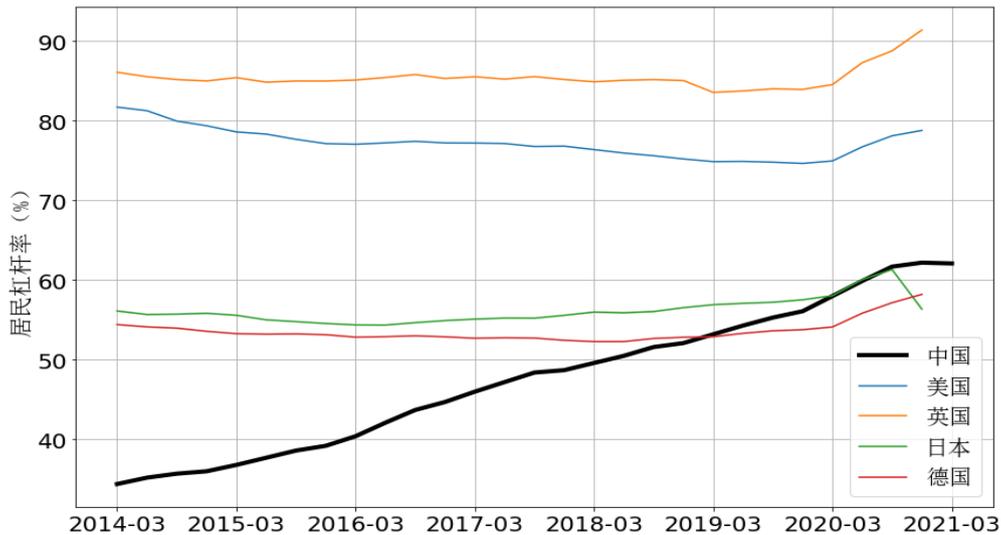


图3 全球主要国家居民部门杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

从全球平均水平来看，发达经济体近年来居民部门杠杆率基本持平，略有下降，但2020年出现了一个激增的过程；发展中国家杠杆率则是不断上升，2020年增幅加快。从国际金融协会的数据来看，发达国家和发展中国家在2020年居民部门杠杆率的增幅分别为4.3和3.6个百分点，2020年四季度的增幅都有所放缓。中国的居民杠杆率正在从发展中国家平均水平向发达国家平均水平迈进。

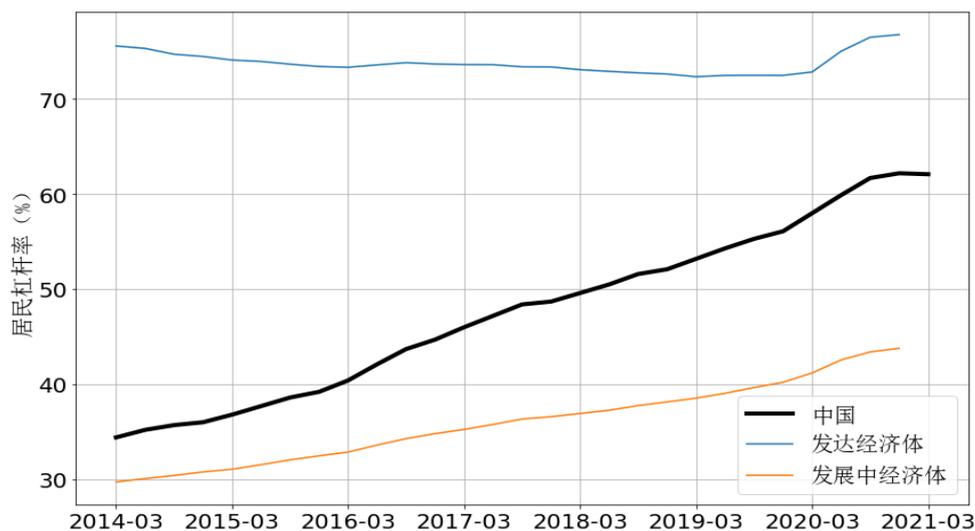


图4 发达国家与发展中国家平均居民杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

2. 房地产贷款和短期消费贷款占比下降

居民债务中的中长期贷款（主要是住房贷款）占比最高，一季度末，其与GDP之比为39.9%。但这部分贷款相比2020年末有所下降；同时，居民短期消费贷款也有所下降。二者各自下降了0.2和0.4个百分点。虽然从长期来看，中国居民部门杠杆率上升的主要驱动力是中长期消费贷款（住房贷款）的快速增长，但2021年一季度其增速下行幅度较大，同比增速从2020年末的19.8%下降至一季度末的14.3%，导致其占比下降。

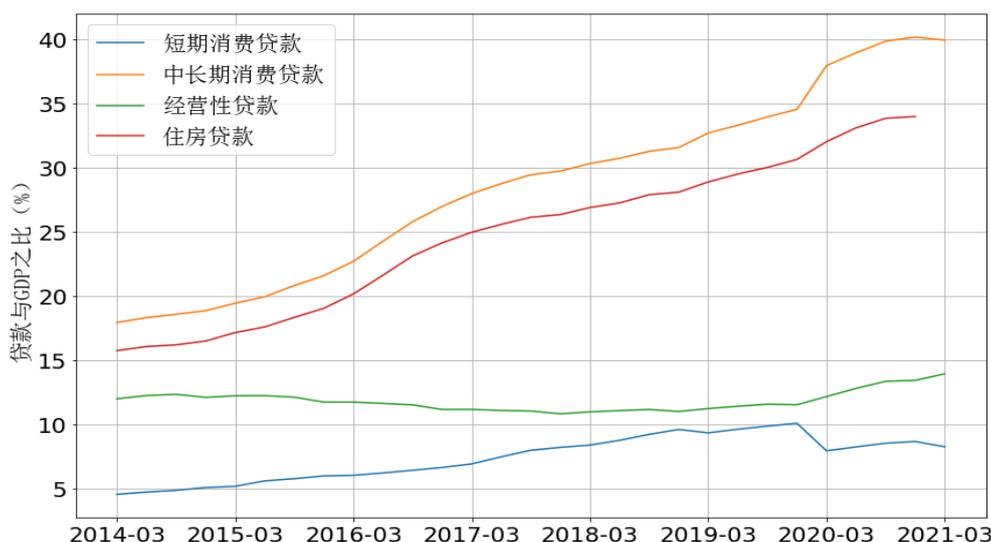


图5 居民部门各类贷款与GDP之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

居民中长期贷款占比下降，但2021年一季度房地产市场依然成交活跃。一季度十大城市商品房成交量达到23.2万套，已经达到2017年以来一季度房地产交易量的新高。房地产市场自2020年下半年就保持非常强劲的交易量，每个季度都创了2017年以来的峰值，且深圳、上海、北京等城市的房地产价格也有较大幅度上涨。同时，住房贷款利率也在2020年处于下行趋势中，个人住房贷款加权平均利率从2019年末的5.62%下降到2020年末的5.34%，下行了28个基点。信用环境相对宽松和利率下行共同作用，促进房地产市场的活跃和主要一线城市房价的上涨。由此我们推断，一季度居民房地产贷款规模增速下降的主要原因在于商业银行对这类贷款的主动收缩，而非市场需求的变动。如果房地产市场交易活跃的态势持续，未来这类贷款增速仍有可能恢复增长。

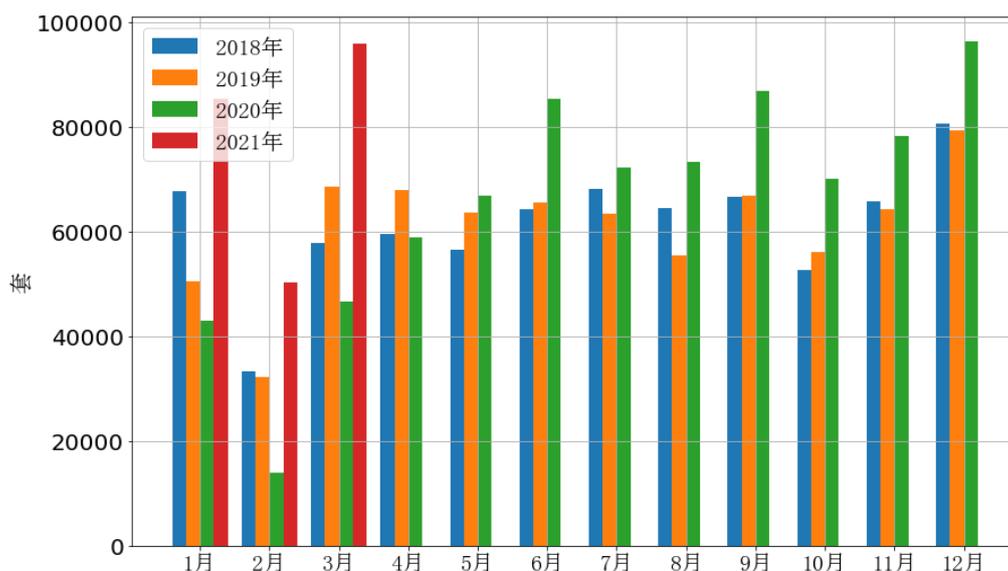


图6 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

3. 居民经营性贷款增速加快

居民经营性贷款与 GDP 之比仍在上升，一季度上升了 0.5 个百分点，从 2020 年末的 13.4% 升至一季度末的 13.9%；个人经营贷款余额同比增长 24.6%，比上年同期高 11.5 个百分点。根据我们调研的情况，个人经营性贷款利率降幅较大，2020 年年末利率最低可达到 3.85%，低于同期 LPR 利率 80 个基点。我们认为，个人经营性贷款规模的上升与对中国经济恢复的乐观预期以及房地产价格上涨后居民抵押资产更为充裕这两个因素相关。首先最为重要的是，疫情冲击的负效应减弱，消费和投资都有较强的复苏，经济主体对未来前景的预期抬升，大量小微企业有扩大投资的需求，相应提高了银行贷款规模。再者，尤其是 2020 年房地产价格有一定幅度的抬升，居民拥有房地产的抵押价值升高，也会充实居民经营性贷款的抵押规模。对于商业银行来说，对住房按揭贷款的房贷额度受限，也会更偏向于个人经营性贷款。

居民短期消费贷款的增速大幅抬升，一季度同比增长了 18.6%，与一季度居民消费的恢复直接相关。社会消费者零售总额同比增速从 2020 年四季度的 3.2% 恢复到 2021 年一季度的 33.9%。随着宏观经济和居民消费的恢复，短期消费贷款余额也应恢复到正常的增长路径中来，2021 年将对居民杠杆率形成正向贡献。

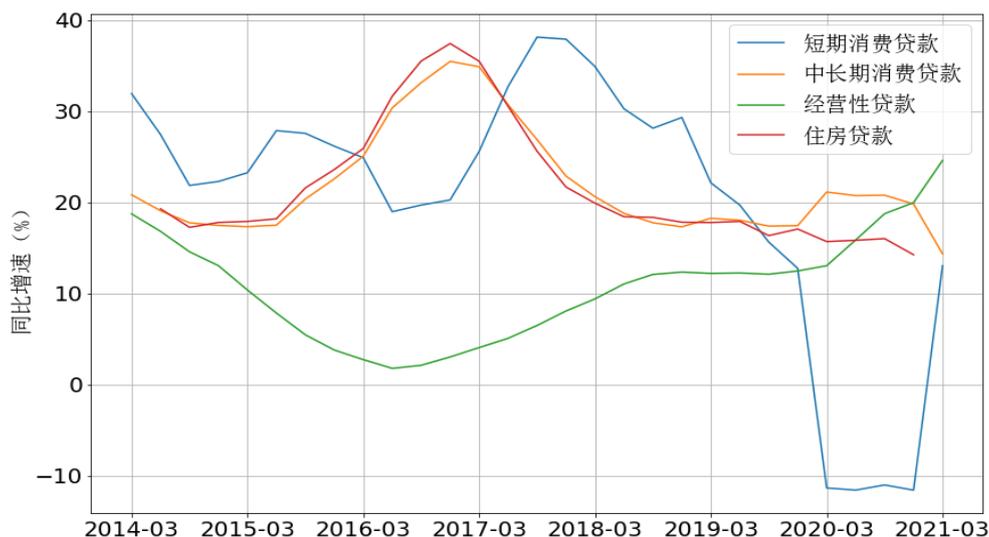


图7 居民各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

4. 居民存款进一步增长，但增幅相比去年同期有所减缓

从资产角度来看，居民存款规模继续扩大，一季度同比增长了 12.9%；与 GDP 之比达到 94.9%，一个季度上升了 2.5 个百分点。由于季节性效应的存在(2.5 个百分点已经低于过去数年一季度增幅)，我们认为居民部门资产负债表修复的过程已基本结束，二季度居民存款/GDP 有望走平，下半年大概率会出现下降。

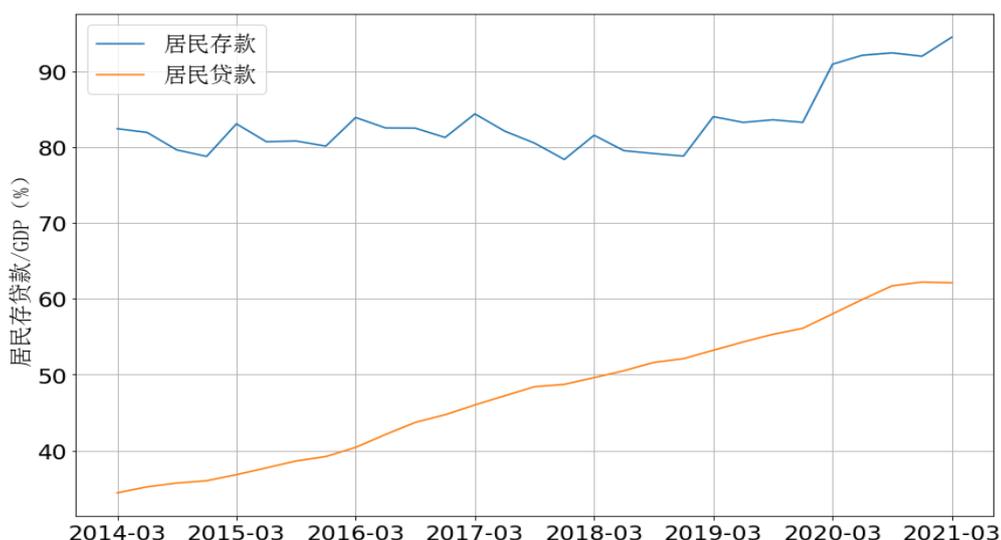


图8 居民存款、贷款占 GDP 的比重

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

（二）非金融企业部门连续三个季度去杠杆

2021年一季度，非金融企业杠杆率从2020年末的162.3%降至161.4%，降低了0.9个百分点，已经持续三个季度有所下行。非金融企业杠杆率已低于2020年一季度的水平，未来仍大概率继续下行，回到去杠杆路径中。

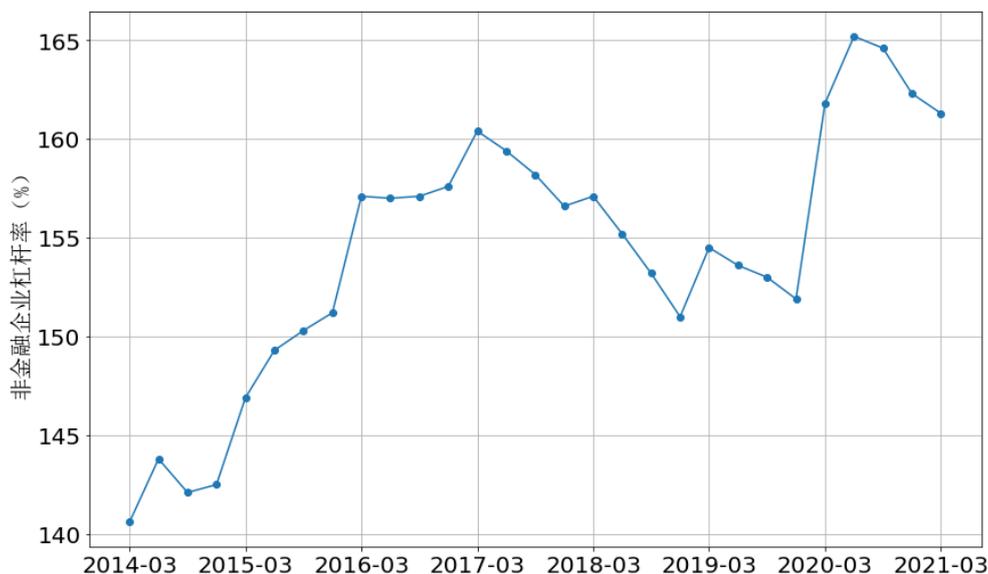


图9 非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 中国非金融企业杠杆率远高于全球平均水平

中国的非金融企业杠杆率在2020年末为162.3%，一年中上升了10.4个百分点。根据国际金融协会的数据，美国、英国、日本和德国的非金融企业杠杆率在2020年分别上升了6.1、6.6、2.8和6.2个百分点，均小于中国的增幅，且大部份国家在下半年非金融企业杠杆率已经开始下行。**2020年全球杠杆率上升主要体现在居民和政府部门，而非金融企业部门的杠杆率增长幅度是有限的。这在一定程度上体现出疫情冲击下中国与其它（发达）经济体救助方式上的差异：中国侧重于保市场主体，支持企业，导致企业杠杆率大幅攀升；其它（发达）经济体更侧重于对居民部门的支持，包括向居民直接派发现金，而企业债务增速甚至有所下降。**

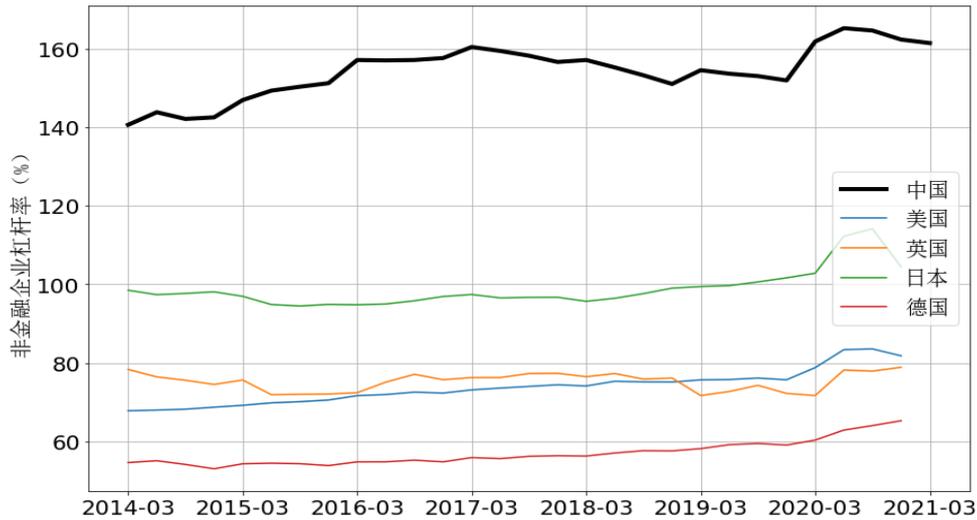


图 10 全球主要国家非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

与全球平均水平进行比较，中国非金融企业杠杆率远高于发达经济体和发展中经济体的平均水平。根据国际金融协会的数据，2020 年末发达经济体和发展中经济体的非金融企业杠杆率分别为 98.2%和 103.5%，一年中分别上升了 7.0 和 10.3 个百分点。我国非金融企业杠杆率较高，且 2020 年的增幅也大于全球平均水平，主要有两点原因。一是中国部分地方政府的隐性债务（主要是地方政府融资平台债务）是以企业部门杠杆的形式出现的。如果将这部分债务划归到政府部门，则非金融企业杠杆率会降低 30~50 个百分点。二是中国的股权市场发展有限，债务融资依然是非金融企业的主要资金来源，导致了更高的企业杠杆率水平。

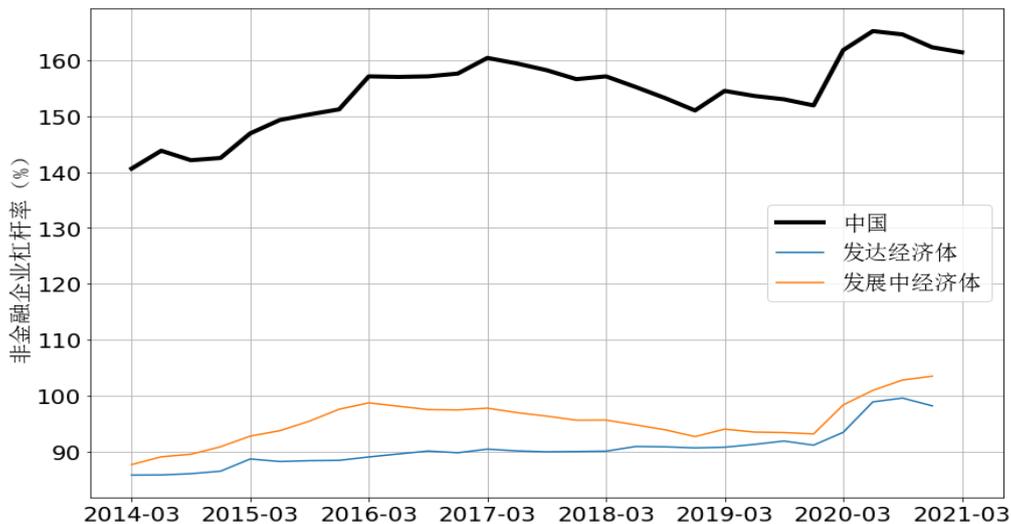


图 11 发达国家与发展中国家平均非金融企业杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

2. 信托贷款和委托贷款规模仍在下降

一季度非金融企业银行贷款同比增速下降到 10.9%，相比 2020 年有所下降。权宜性的信贷政策有序退出，货币政策逐渐回归常态，使得银行对企业发放贷款增速下行。2020 年，为了快速恢复经济增长，央行出台了几项临时的货币政策直达工具，主要用于支持抗疫企业的生产和对普惠小微企业流动性的支持，规模加总超过 2 万亿元。这些政策工具很快发挥了作用，稳定住了经济。随着经济逐步恢复，央行货币政策稳字当头、保持定力，对企业贷款的增速已基本恢复到了 2019 年的水平，信用环境走向正常化。

非金融企业的表外融资继续下降。委托贷款和信托贷款余额继续下降，一季度各下降了 200 亿元和 3300 亿元，合计下降了 3500 亿元，下降幅度大于 2020 年同期水平。银保监会的数据表明，自 2018 年金融去杠杆以来，影子银行总共压降了 20 万亿元规模，大量表外融资回归表内。在 2020 年宏观经济面临较大冲击的环境下，信托贷款和委托贷款的规模仍旧下降了 1.5 万亿元的规模。这部分债务规模仍在下行趋势中。

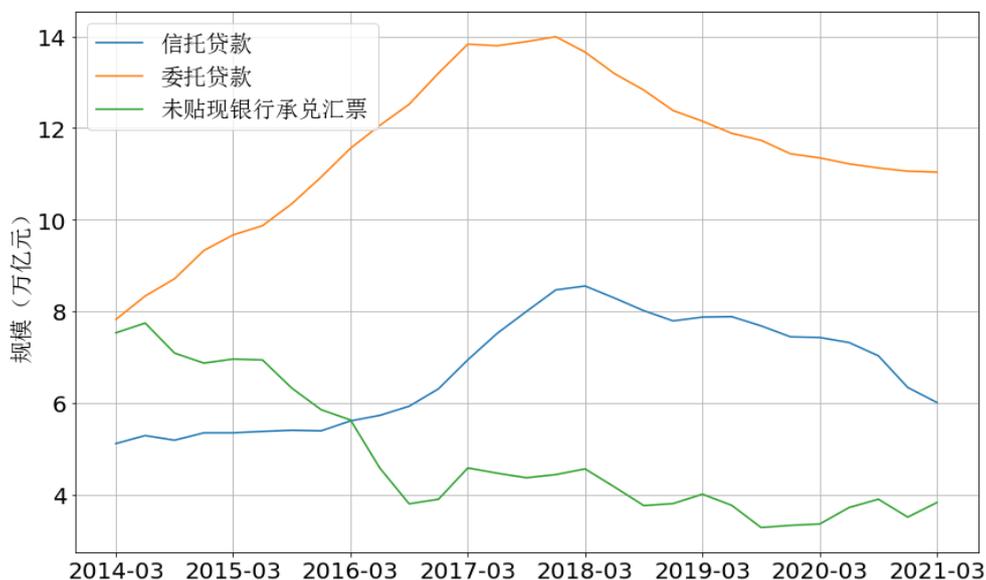


图 12 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

3. 信用债违约规模仍较大

2020 年一季度非金融企业债违约规模达 500 亿元左右，是 2020 年全年违约的三分之一。债券违约规模仍在扩张，部分债券违约仍延续 2020 年的部分经营困难企业，包括紫光集团、海南航空等，部分债券违约是某些经营困难的行业，如永城煤电、华夏幸福、天房集团等。总体来看，今年违约债券的评级水平较低，大部分是 B 以下的评级，基本处在市场预料之中。随着债券违约，尤其是国企债券违约率的上升，“国企信仰”逐渐被打破。这将有利于推动风险的市场化定价，推动债券市场健康发展。不过，也应严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。2021 年央行的年度工作会议中，进一步提出要健全多渠道债券违约处置机制，推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度，保护投资人的合法权益。

4. 企业存款增幅放缓，投资大幅上升

企业存款增速下降，与 GDP 之比从 2020 年末的 67.7% 下降到 65.3%，下降了 2.4 个百分点。这一比例在 2020 年上半年增幅较高，两个季度共上升了 5.6 个百分点，随后又显著下降。正常情况下企业存款与贷款的增速应基本一致，2020 年下半年以来二者出现较大不同的主要原因在于企业融资中贷款之外的部分增幅放缓。另一方面也说明随着复工和投资的增加，去年企业账上形成的资金沉淀被有效释放，通过工资支付等手段转移到居民部门。

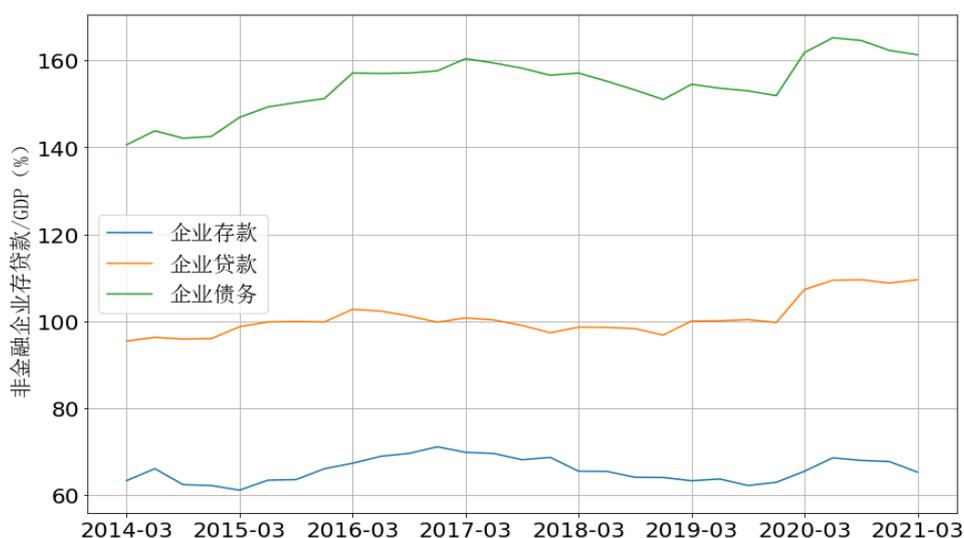


图 13 非金融企业存款、贷款、债务与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

从投资来看，一季度固定资产投资增速达到 25.6%，超过了名义 GDP 的增速，是拉动经济增长的引擎。其中，制造业投资和基建投资增速更是达到 29.8% 和 26.8%，在以更快的速度恢复。2020 年企业部门在账面上积累了大量资金，为今年的投资扩张提供保障。因此，虽然企业投资恢复较快，但企业部门杠杆率并没有出现相应的扩张。

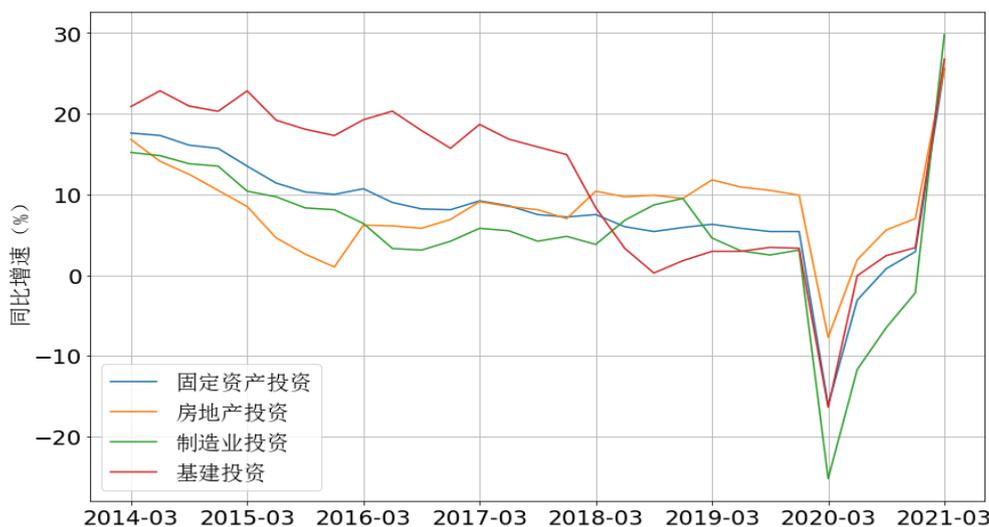


图 14 固定资产投资累计增速 (%)

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

(三) 政府杠杆率降幅较大，更多是季节效应的体现

政府部门杠杆率从 2020 年末的 45.6% 下降至今年一季度的 44.5%，下降了 1.1 个百分点。其中，中央政府杠杆率从 2020 年末的 20.0% 降至 19.8%，下降了 0.2 个百分点；地方政府杠杆率从 2020 年末的 25.6% 降至 24.7%，下降了 0.9 个百分点。从过去情况来看，一季度政府部门杠杆率普遍有所下降，2015~2017 年的一季度政府杠杆率分别下降了 2.5、1.7 和 1.7 个百分点。今年一季度政府杠杆率下降也不意味着政府显性杠杆率的下降，而更多是季节效应的体现。

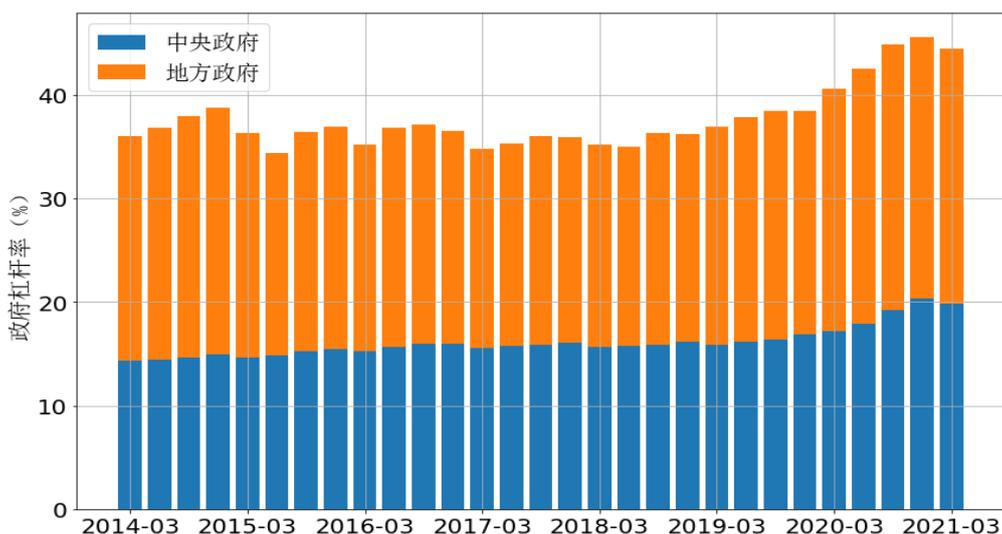


图 15 政府部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

根据财政预算报告，2021 年赤字率拟按照 3.2%左右安排，赤字规模为 3.57 万亿元，比 2020 年减少 1900 亿元。具体来说，中央财政一般债务限额增加 2.75 万亿元；地方财政一般债务限额增加 0.82 万亿元；地方政府专项债务限额上升 3.65 万亿元。三者共计上升 7.22 万亿元，相比 2020 年减少 2900 亿元。

一季度中央政府债务增加 1052 亿元，地方政府一般债务和专项债务分别增加了 3038 亿元和 2399 亿元，三者共计 6500 亿元左右，尚不足全年债务限额增幅的十分之一。

表 1 政府债务余额与限额 (亿元)

		国债	地方债			政府债务合计
			一般债务	专项债务	地方债合计	
2020 年	债务限额		142889	145185	288074	501082
	债务余额	208906	127395	129220	256615	465521
	新增债务限额	37800	9800	37500	47300	85100
	实际新增债务	40868	8701	34842	43543	84411
2021 年一季度	债务限额	240508	151089	181685	332774	573283
	债务余额	209958	130433	131619	262052	472010
	新增债务限额	27500	8200	36500	44700	72200
	实际新增债务	1052	3038	2399	5437	6489

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

从地方政府专项债来看，全年限额增长 3.65 万亿元，仍然是一个非常高的水平，只比 2020 年低 1000 亿元。但一季度仅增长了 2399 亿元，增幅远低于去年同期水平。主要原因有两点：一是 2020 年通过专项债筹集的资金规模较大，资金尚未全部形成政府投资支出，大量资金还存在于账面上，使得当前对新发行专项债的需求有限；二是地方专项债的支出受限，也抑制了地方政府的发债意愿。地方政府专项债不同于预算内赤字的管理办法，是以对应项目的收益和政府性基金收入作为还款来源，因此也不计入财政赤字。为了保证专项债的风险可控，国务院对其发行和使用进行了较强的约束，提出“资金跟着项目走”的要求，核心是促进债券的发行能够直接对应于基建投资。4 月 13 日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（以下简称《意见》），其中强调了“健全地方政府依法适度举债机制”，要求“完善专项债券管理机制，专项债券必须用于有一定收益的公益性建设项目，建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制，实现融资规模与项目收益相平衡”。但在潜在产出下行的普遍预期下，能够产生足够收益的项目有限，尤其是在面临疫情冲击和全球经济陷入衰退的环境下，好的投资项目储备更是稀缺。

（四）金融部门杠杆率保持相对平稳

2021 年一季度，资产方统计口径杠杆率由 2020 年末的 54.2% 下降到 52.8%，下降了 1.4 个百分点。负债方统计口径下的杠杆率从 2020 年末的 62.7% 下降到 62.3%，下降了 0.4 个百分点。金融杠杆率基本保持稳定的态势。

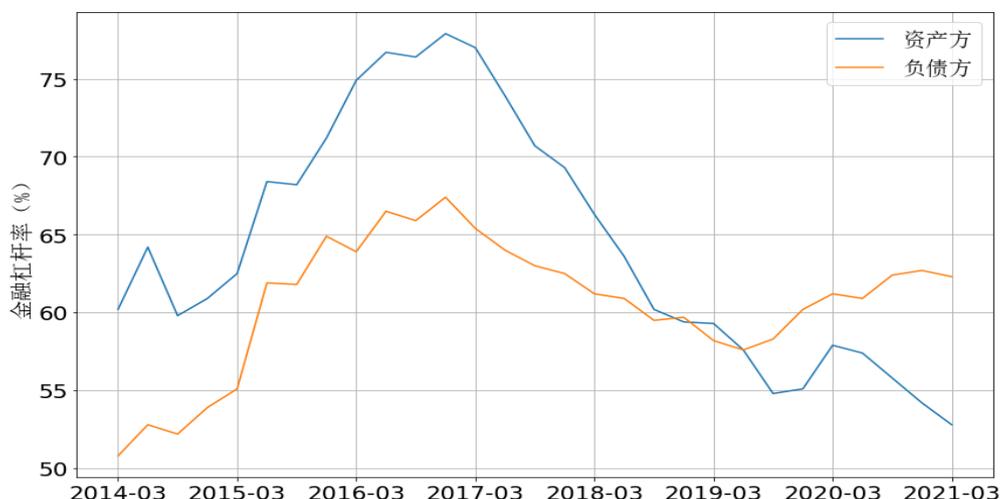


图 16 宽口径金融部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 金融杠杆率低于全球平均水平

从全球水平来看，2020 年各国金融杠杆率都有一定幅度的上升，美国、英国、日本和德国的金融杠杆率分别上升了 4.6、17.1、14.4 和 6.4 个百分点。而 2020 年我们估算的中国金融杠杆率上升幅度仅为 -0.9 和 2.5 个百分点，国际金融协会估算的中国金融杠杆率上升了 2.3 个百分点。

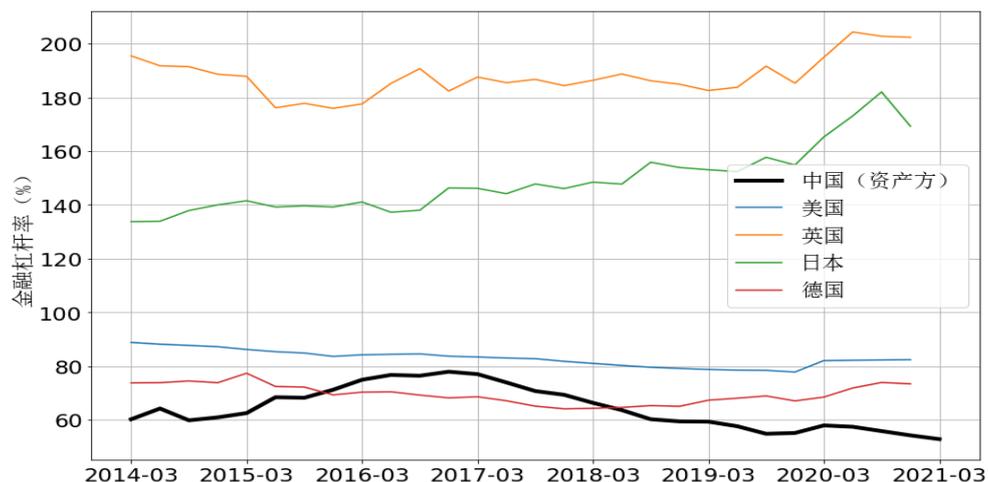


图 17 全球主要国家金融杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

从全球平均水平来看，发达国家和发展中国家在 2020 年金融杠杆率分别上升了 5.2 和 4.8 个百分点。金融杠杆率整体的上升幅度有限。

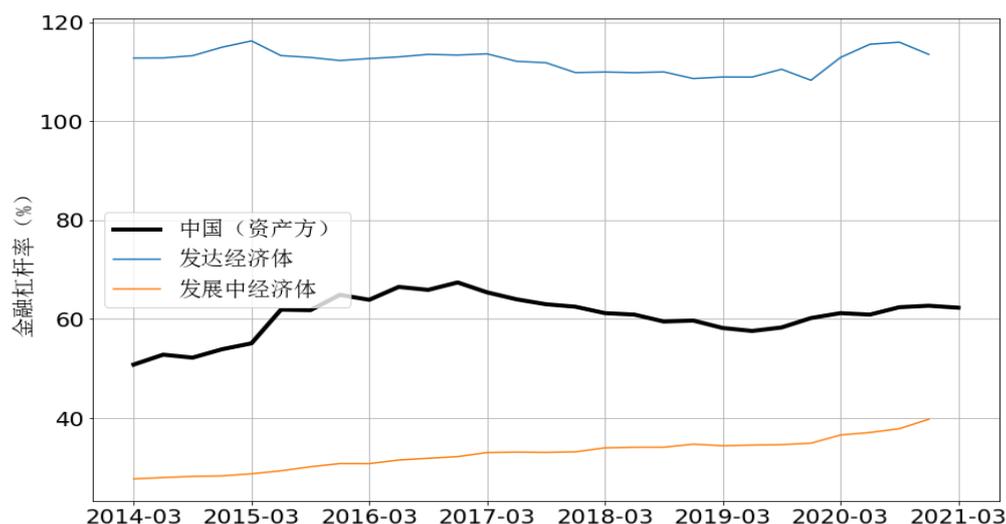


图 18 发达国家与发展中国家平均金融杠杆率

资料来源：中国数据来自国家资产负债表研究中心（CNBS），其它数据来自国际金融协会（IIF）。

2. 银行间利率稍有上升，贷款利率下降

从利率水平来看，债券收益率和银行间回购利率（DR007）自 2020 年 5 月份便开始走高，反映了金融体系内偏紧的资金流动性。2020 年 12 月开始，相关利率有所下行。整体来看，央行的货币政策保持稳健，尤其是 2020 年下半年以来，更为强调对实体经济的融资支持，而银行间流动性的紧张情况在一季度有所缓解。

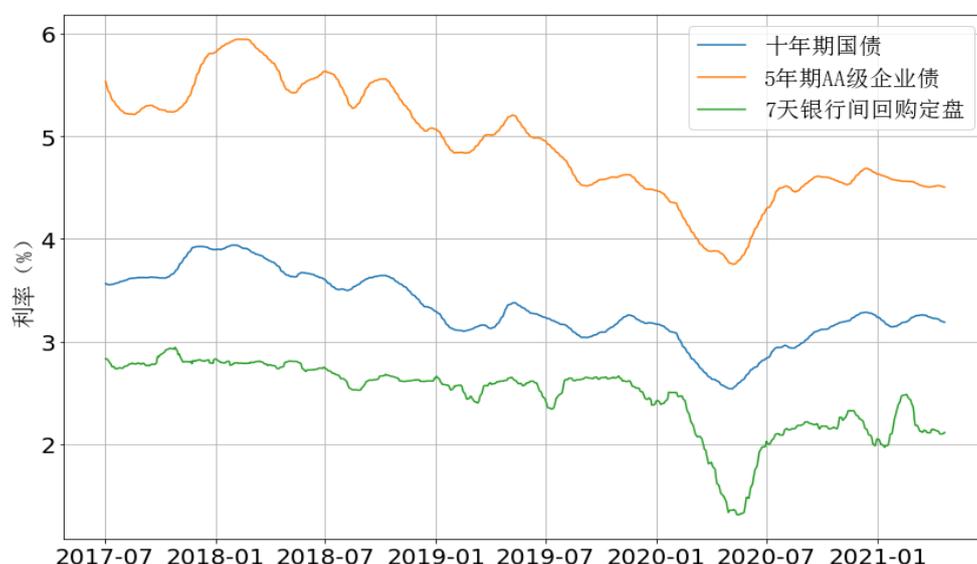


图 19 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

三、专题：关注地方政府债务风险

我国地方政府隐性债务问题由来已久，对其化解过程既需要严肃政治纪律和政治规矩，坚决遏制增量，妥善处理存量，也需要继续改革财政制度安排，为地方政府的合理支出提供稳定的资金来源。地方政府债务的存在有其必然性和必要性，不能一味要求降低债务规模，而是要在符合我国经济发展规律的基础上“增强风险防控，增强财政可持续性”。

对于地方政府的显性债务，《意见》要求“健全地方政府债务限额确定机制，一般债务限额与一般公共预算收入相匹配，专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配”。更为重要的是在长期要“完善以债务率为主的政府债务风

险评估指标体系，建立健全政府债务与项目资产、收益相对应的制度，综合评估政府偿债能力”，并“健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制”。从宏观上看，债务本身并非越少越好，债务风险与债务所对应的资产质量直接相关。只要资产的规模和质量有保证，债务风险就是可控的。中国当前地方政府债券的信息披露和信用评级尚不完善。相比于美国市政债发行时普遍都有数百页的发行说明书，我国地方政府债券相关的信息披露文件一般仅有十多页，相关的债券评级报告也不过三十页左右，披露的信息极为有限。我国尚未编制出各省级地方政府的资产负债表，缺乏最为关键的资产负债规模与结构、债务负担规模和财政风险等相关信息。地方政府债券无论是发达地区还是欠发达地区目前全部是 AAA 的最高信用评级，地方债最大的风险溢价尚不到 0.5%左右，且不同省之间的差距非常小，无法体现出地方政府偿债能力和信用风险的差别。加强风险评估体系建设和地方政府信息披露是发展地方政府债券市场、规范地方政府融资来源“前门”的关键。

从地方政府债券的付息负担来看，目前地方债利率与国债利率接近，5 年期地方债的到期收益率基本处于 2.5~3.5%之间。2019 年和 2020 年地方债的付息规模分别为 6567 亿元和 7963 亿元，我们估算的加权平均利率基本在 3.3%左右。根据财政部公布的数据，2019 和 2020 年地方公共财政支出总额分别为 20.4 和 21.0 万亿元。付息支出目前仍不构成地方政府财政开支的压力。

从地方政府债券的还本负担来看，目前还本的压力也有限。首先，地方债的发行期限和剩余期限近年来都有所上升。2018~2020 年地方债余额的剩余期限分别为 4.4 年、5.1 年和 6.9 年。债券久期的拉长有利于缓解地方政府近期的还本负担。第二，地方债发债规模不断扩大，其中的再融资债券规模也占有很大比例。2018~2020 年地方债共发行了 4.17 万亿、4.36 万亿和 4.55 万亿元，其中再融资债券占比都较高，分别为 48%、30%和 42%。目前中国还处于地方政府债务规模扩张的时期，债务发行规模较大，债务余额不断上升。2019 和 2020 年这两年，地方政府债务还本金额分别为 1.32 万亿和 2.08 万亿元，其中用新发行再融资债券担负了 1.15 万亿和 1.81 万亿元，财政资金仅仅负担了 1668 亿和 2649 亿元，占地方公共财政支出的很小比例。

虽然当前地方政府债务还本付息的压力并不算大,但仍有两方面风险值得关注。

一是地方政府隐性债务的风险。对地方政府隐性债务的范围界定存在分歧,相关数据来源也有限,导致不同学者以及国际机构对我国地方政府隐性债务规模的估算存在着较大差别。2011年和2013年两次审计报告中所显示的2010年末和2013年6月末地方政府总债务(包括显性债务和隐性债务)规模分别为10.7万亿和17.9万亿元,分别占同期GDP的26%和32%,这部分债务于2018年末已基本转换为地方政府债券。国际货币基金组织创造了政府增扩(augmented)债务这一口径来估算中国政府的真实总债务,包括显性债务、融资平台债务与专项建设基金和政府引导基金的加总。2018年和2019年这一口径下的地方政府隐性债务为36.6万亿和42.0万亿元,分别占当年GDP的40%和43%。《意见》专门提到了要“防范化解地方政府隐性债务风险”,要求“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”。这是化解财政金融风险的关键,要“严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务”,重点在于“清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。

我们认为对地方政府融资平台的清理整顿极为关键,既不可放纵默认,也不可操之过急;既要坚决遏制增量,保证债务存量平稳下降,也要严格控制风险,避免处置过程中次生风险的增加。由于地方政府融资平台常年来被资本市场投资者视为有地方政府的隐性担保,对这类风险的认识不足,长期存在着平台债信仰,对这部分风险的化解也需循序渐进。化解这部分风险的重点在于:一是严格控制“增量”,坚决控制风险继续积累;二是转变融资平台职能,剥离其政府融资性质;三是通过发展市场化、法制化机制来处理存量债务,并保护债权人合法权益。

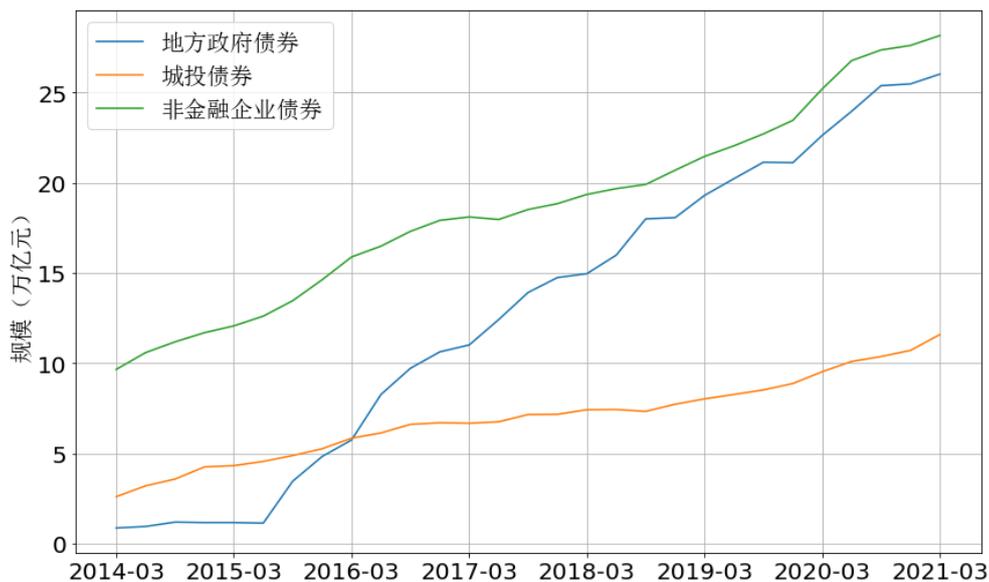


图 20 城投债规模仍在上升

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二是地区间债务压力不平衡的风险。我国各省地方债规模相差较大，整体来看东南沿海地区规模最大，但与当地 GDP 之比较低，而西部地区的地方政府债务与 GDP 之比较高。比较 2021 年一季度数据，我国地方债负担最重的五个省分别为青海、贵州、内蒙古、宁夏和新疆，其中尤以青海省和贵州省最高，当前都超过了 55%。地方债规模超过了地方 GDP 40% 的省份已经达到 9 个。这部分地方政府继续新增债务的空间越来越小，未来的债务负担比较严重。

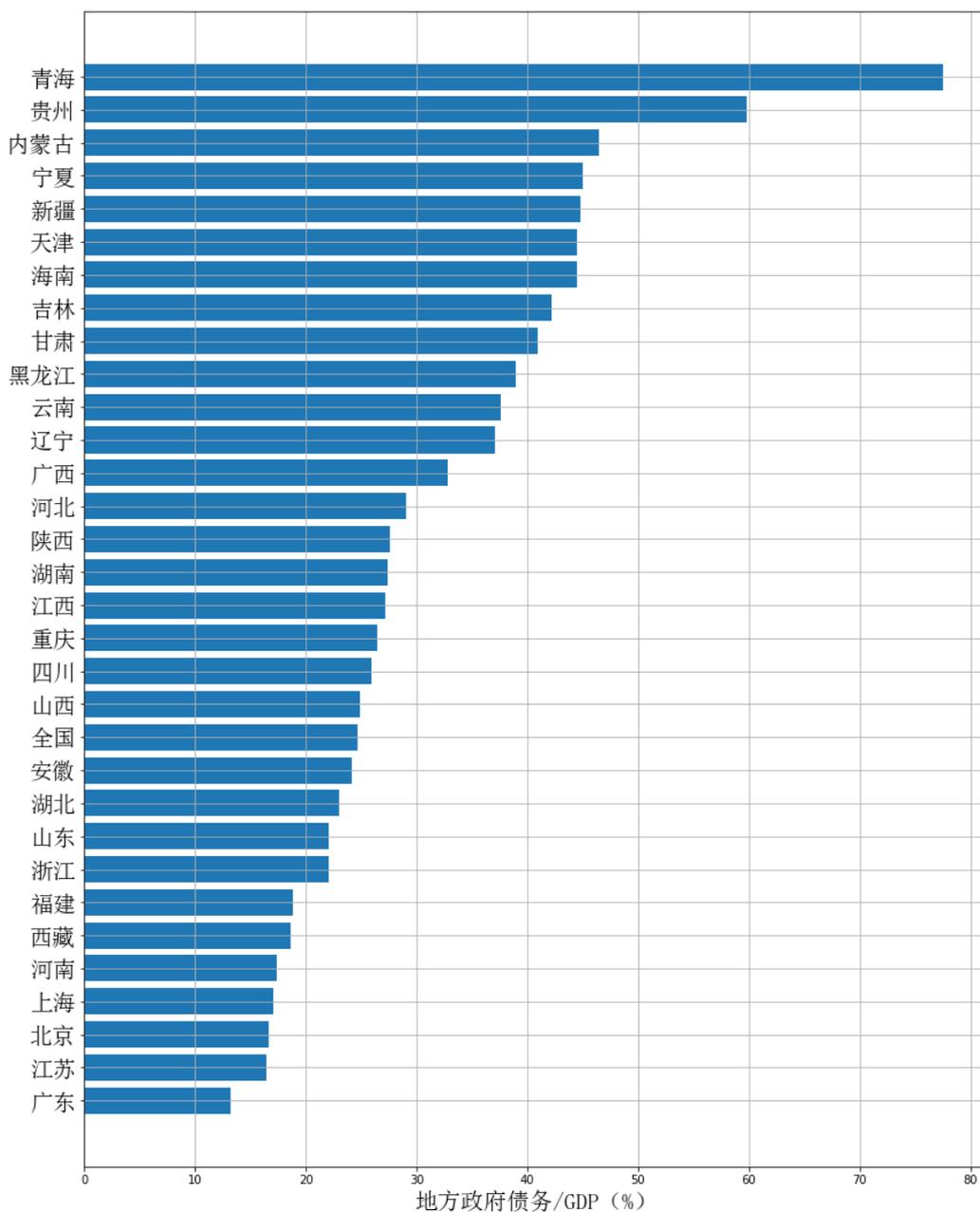


图 21 2021 年一季度末各省地方政府债务负担

资料来源：Wind，国家统计局；国家资产负债表研究中心。

我们拿债务率最高的 5 个省份来具体分析，其地方债规模的增长基本都发生在最近几年。除贵州外，2015 年这四个省地方债负担均低于 15% 的水平，6 年间涨幅均超过 40 个百分点。债务规模进一步增加的空间越来越小。

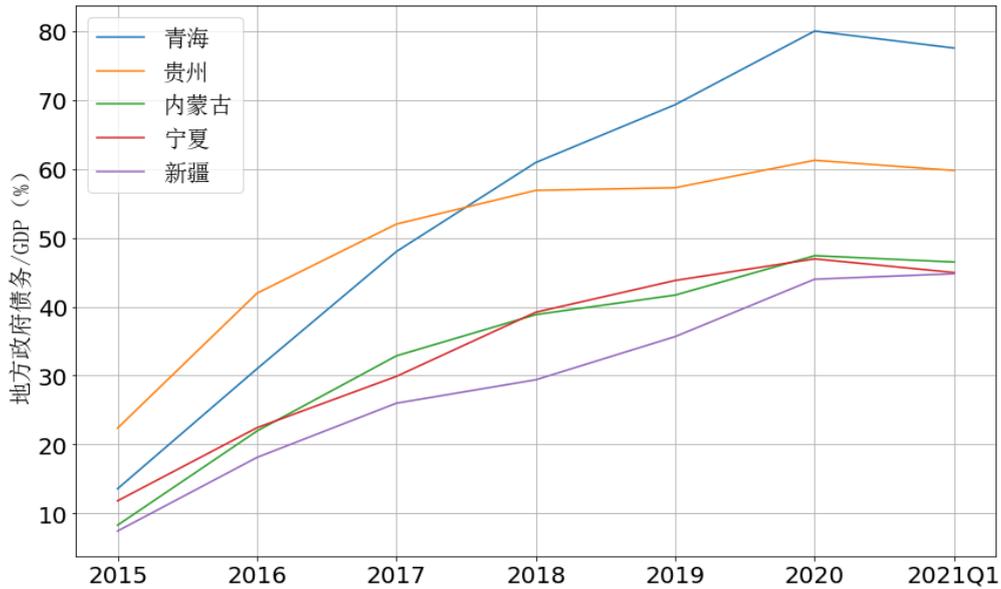


图 22 地方政府债务负担最重的五个省

资料来源：Wind，国家统计局；国家资产负债表研究中心。

除地方政府债券外，一般认为城投债也是地方隐性财政负担的重要成分。从城投债规模来看，2021 年一季度末债务率最高的五个省市分别为天津、江苏、重庆、浙江和江西，天津的比例已经超过 30%。过去一年，5 年期 AA 级城投债到期收益率基本是在 3.5~4.5% 之间，比地方债高出 1 个百分点左右。当前全国城投债总规模为 11.6 万亿元，1 个百分点的利差就是 1000 亿元左右的地方政府额外支出，尤其是对财力较为有限的地方政府，当前大部分新增的城投债募资也是用于“借新还旧”，地方政府隐性的财政压力较大。

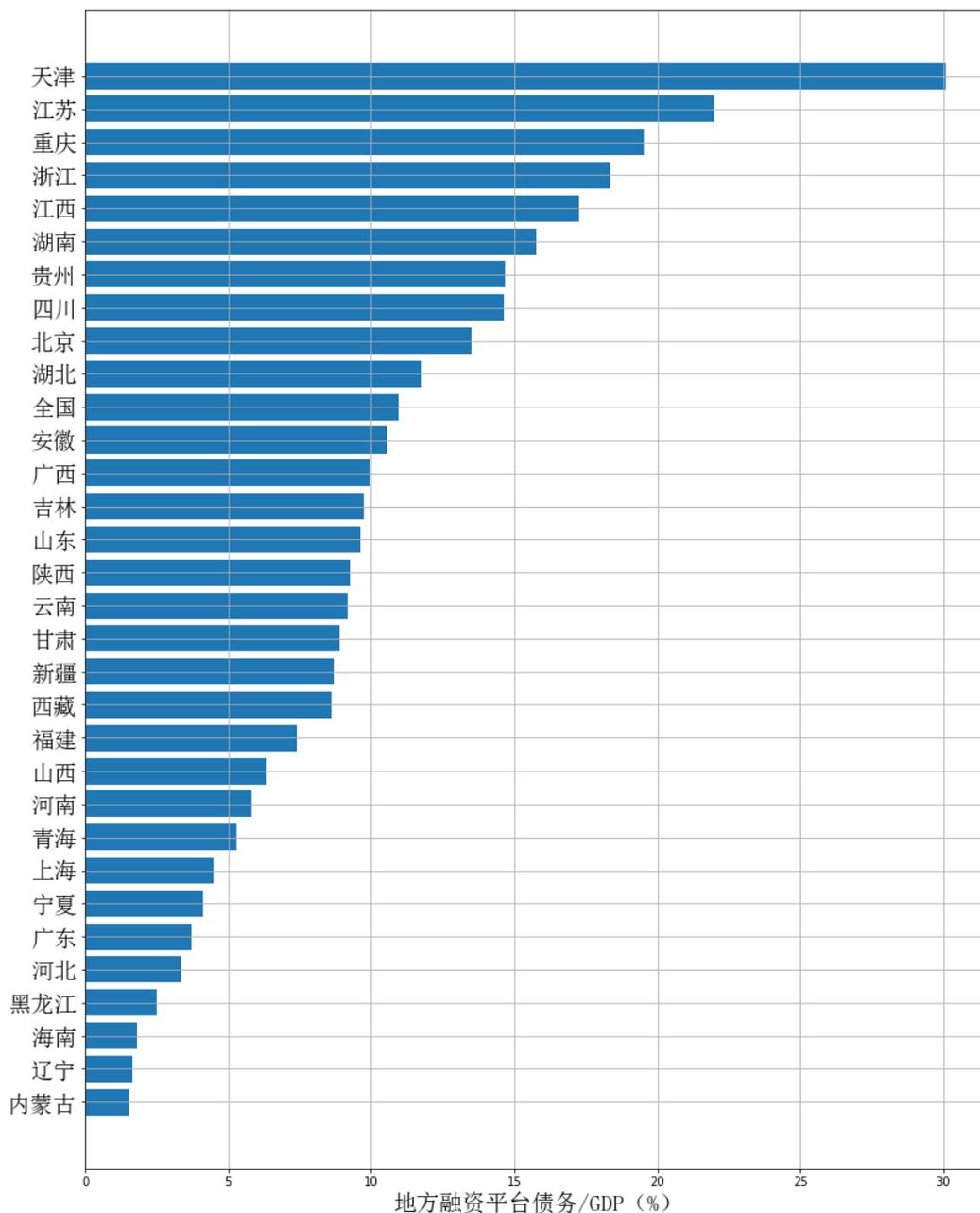


图 23 2021 年一季度末各省地方政府融资平台负担

资料来源：Wind，国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从地方债和城投债的总规模来看，地方政府债务负担最重的三个地区是青海、天津和贵州，其债务负担与 GDP 之比均超过了 70%；而广东、上海、河南等地区的地方政府债务负担较轻，低于 25%的水平。

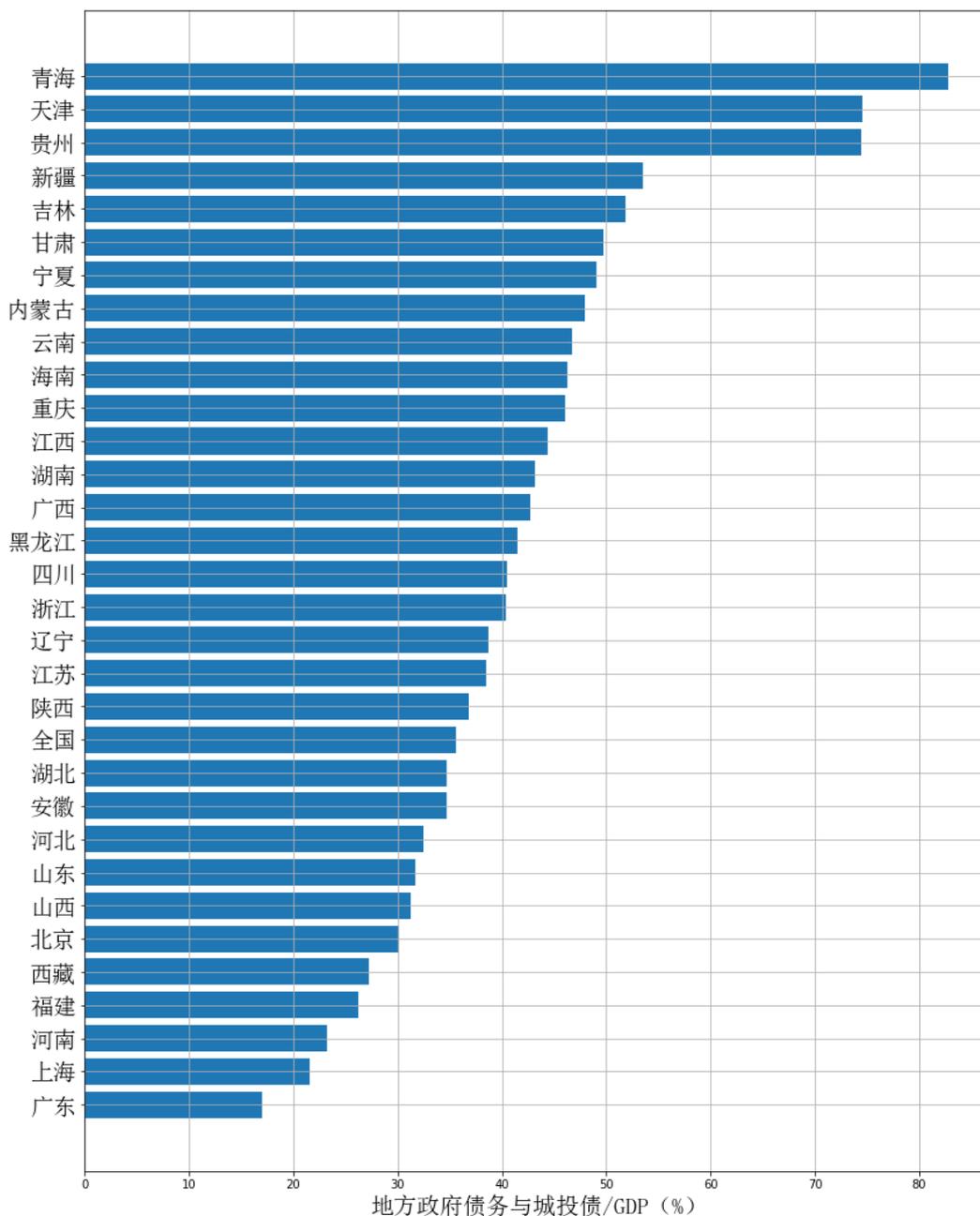


图 24 2021 年一季度末各省地方政府债务与融资平台负担

资料来源：Wind，国家统计局；国家资产负债表研究中心。

四、宏观杠杆率走势与政策展望

(一) 2021 年有望实现年度去杠杆

2021 年宏观经济已基本复苏，一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%，滚动四季度名义 GDP 相比 2020 年四季度环比增长了 4.3%。我们测算实体经济各部门债务规模相比 2020 年四季度环比增长了 3.4%，二者相

差 0.9 个百分点。由此一季度宏观杠杆率下降了 2.1 个百分点。如果宏观经济的恢复态势保持稳定，我们预计二、三、四季度名义 GDP 同比增速分别可以达到 11.1%、8.6%和 7.8%，全年名义 GDP 增长 11.5%。在当前稳健的货币政策环境下，我们预计二、三、四季度债务规模同比增幅都保持在 10~11%的水平。由此预测，二季度宏观杠杆率会继续下行 1~2 个百分点，达到 266%左右的水平，下半年的杠杆率会有所回升。全年债务增速与名义 GDP 增速相差 1 个百分点左右，宏观杠杆率下降 3 个百分点左右。

去杠杆主要集中在非金融企业部门，居民和政府杠杆率仍将上升。一季度虽然居民部门债务增速高于 2020 年同期水平，但由于名义 GDP 以更快的速度增长，居民部门杠杆率有所下降。预计未来几个季度个人经营性贷款和个人住房贷款增速都会有所回落，全年居民部门债务增速有望降至 15%以内的水平，居民杠杆率全年稍有上升，预计全年上升 2.2 个百分点。在稳健的货币政策环境下，非金融企业的债务增速将在后几个季度继续下行。预测企业杠杆率全年下降 6.5 个百分点。根据财政预算报告，2021 年全年新增中央财政赤字、地方财政赤字和地方专项债务赤字分别为 2.75 万亿、8200 亿和 3.65 亿元，共计 7.22 万亿元，政府债务规模存量同比增长 15.6%。结合我们对名义 GDP 的估算，全年政府部门杠杆率将上升 1.7 个百分点。

（二）抓住改革窗口期，形成适应新发展格局的可持续的债务积累模式

根据以上分析，2021 年我国经济增长将有较大幅度反弹，而宏观杠杆率也会有所回落，进入去杠杆的轨道。这是推进改革的窗口期。我们要抓住这一难得的机遇，聚焦债务“灰犀牛”问题，加快推进相关领域改革，特别是要取消政府隐性担保、打破刚兑，包括打破市场的“国企（包括地方政府）信仰”，硬化国企与地方政府的预算约束，纠正金融机构的体制性偏好，由此逐步建立起市场化的风险定价机制，纠正过去政府干预所形成的风险定价扭曲。而只有风险定价合理，才能引导金融信贷资源（包括杠杆率）优化配置，从而支持创新驱动和纠正杠杆率的错配，进而形成适应新发展格局的可持续的债务积累模式。

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。