

关注居民和企业部门加杠杆的意愿和能力

宽松的货币条件已经为经济复苏和债务扩张打开了空间，但是市场仍对实体部门的信用扩张存有疑虑。本文拟从居民和企业债务现状和内生性问题探讨一下加杠杆逻辑。

- 当前中国信用派生高度依赖政府融资和基建衍生的债务。上半年金融数据稳定，离不开专项债显著提前。中长期贷款较为疲软，余额增速较 2021 年底明显下滑。虽然 6 月金融数据结构有所改善，但持续性有待观察。由于上半年政府融资额度已经较往年同期明显透支，如果居民贷款继续受房地产景气下滑拖累，下半年信用扩张存在较大不确定性。
- 中国居民的杠杆率依然可控，但是上升较快。在结构性结业压力较大、收入损失较多和疫情发展不确定等多种因素下，居民储蓄倾向偏高。中国企业部门杠杆率较高，主要集中在国有企业，民营企业杠杆率尚可。问题是，经济下行压力加大的情况下，民企惜贷、银行慎贷。而且，不少急需用钱的企业都是受疫情影响较大的行业，偿债能力已经恶化。在未来现金流看不清的情况下，薄弱领域的企业难以既要低息融资，又要承担稳就业的重任。这些企业又多数是服务业行业，是创造就业的主力军。这造成了当前中国新增就业不足的局面。
- 2022 年政策力度之大，可能并不弱于 2020 年。整体依然延续稳企保就业和先存量后增量的思路。但是，2022 年宏观环境与 2020 年不尽相同，三年疫情积累的部分问题也有演变成长期问题的风险。政策可以解决一些问题，但不能完全对冲疫情发展带来的影响，线下活动仍难以正常化。短期看有流动性陷阱的风险，长期看是疫情的疤痕效应。
- 稳增长是当前首要任务。房地产和基建仍应是托而不举，改善实体经济现金流和刺激消费才是当务之急。货币政策避免“流动性陷阱”的关键是财政政策，政府杠杆率容忍度可以适度提高，提前发力、适时加力，积极谋划增量政策。
- **风险提示：**中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、从金融数据看当前信用派生的堵点.....	4
二、当前居民和企业加杠杆所面临的困境.....	6
2.1 居民和企业的债务现状	6
2.2 居民和企业加杠杆的意愿	8
2.3 宏观政策的积极作用及其局限性	11
三、密切关注事态的后续发展.....	14
四、主要结论及政策建议.....	16

图表目录

图表 1. 上半年新增政府债券在新增社融的占比.....	4
图表 2. 金融机构住户部门存贷差值同比变化量.....	5
图表 3. 中美德日的居民杠杆率.....	6
图表 4. 中国和美国居民的 DSR.....	7
图表 5. 中美德日的非金融企业杠杆率.....	8
图表 6. 2019 年企业资产负债率.....	8
图表 7. 部分上市公司财务数据变化.....	8
图表 8. 非金融部门（不含政府）DSR.....	8
图表 9. 城镇调查失业率和 16-24 岁人口调查失业率.....	9
图表 10. 建筑业从业人员和本年新签合同额.....	10
图表 11. 2020 年至 2022 年一季度上市公司营收与 2019 年同期的比值.....	10
图表 12. 美国居民消费实际支出（单位，亿美元）.....	11
图表 13. 全体产业债信用利差（中位数）.....	12
图表 14. 4 月至 6 月增值税大幅低于过去 5 年同期均值.....	12
图表 15. 2019 年国内增值税分行业占比.....	13
图表 16. 全国（不含港澳台）当日新增和密接人次.....	13
图表 17. 企业家宏观经济指数.....	14
图表 18. 固定资产投资和民间固定资产投资增速.....	14
图表 19. 城镇储户收入、就业和储蓄指数.....	15

宏观调控的传统逻辑是，当经济低于潜在产出时，财政赤字扩张和货币宽松对冲经济下行压力。积极的财政政策能够同时改善有效需求和有效供给不足的问题，而宽松的货币政策能够创造便利的融资环境，有助于引导民间部门加杠杆和提高实体经济总需求。2021年底中央经济工作会议提出，宏观政策要稳健有效。为此，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，特别强调财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。2022年以来，由于俄乌冲突和国内疫情散发，需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”有增无减，稳增长政策不断加码。在逆周期政策出台后，加杠杆的先决条件已经有了，但民间部门是否仍有空间和动力加杠杆，成为市场关注的焦点。

一、从金融数据看当前信用派生的堵点

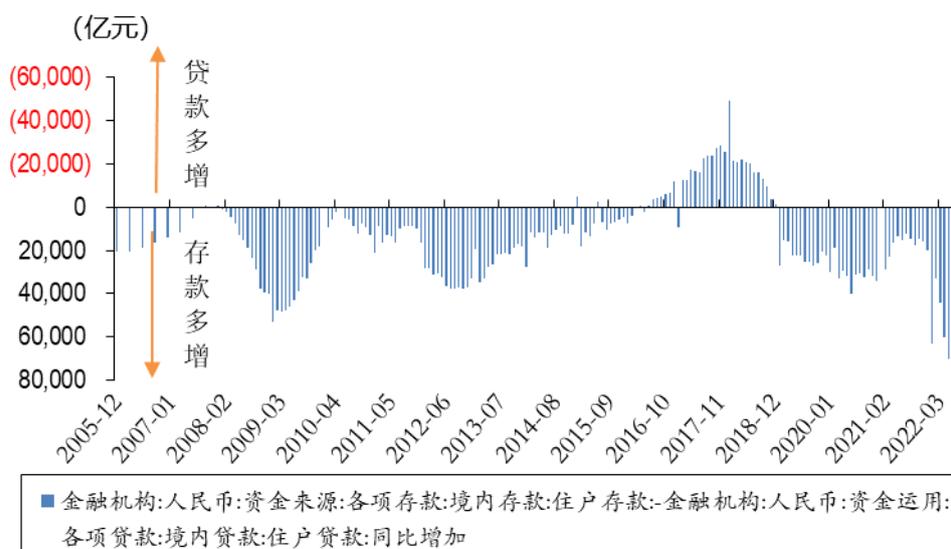
2022年上半年，M2和M1同比较2021年底分别上升2.4和2.3个百分点至11.4%和5.8%，社融存量同比较2021年底上升0.5个百分点至10.8%，尤其是在经历了4、5月份的跌跌撞撞后，金融数据的回暖更加难能可贵，为下半年经济复苏开了一个好头。但是，数据结构显示，政策性手段支撑较多，内生性动力依然不足。2022年上半年，新增政府债券4.65万亿元，在同期新增社融的占比创下数据以来新高，相当于花掉了66.3%的2021年全年新增政府债券，同时政府融资同比多增贡献了2022年上半年新增社融同比多增的三分之二（见图表1）。2022年上半年，贷款余额同比增长11.2%，较2021年底下滑0.4个百分点，中长期贷款余额同比则下滑更多，达到3.2个百分点。由于房地产景气下滑和疫情频发，居民储蓄意愿偏高，6月份居民存贷余额差值同比多增达到7.26万亿元，连续4个月上升，创下数据以来新高；2022年上半年居民新增存款高于新增贷款8.15万亿元，也是历史新高（见图表2）。此外，虽然政府债券发行进度大幅提前，但是财政存款却仅增加5061亿元，低于2021年同期约4338亿元，说明财政减收增支的强度不可谓不大。财政资金进入实体变成企业和居民的存款，却未见实体经济显著活跃起来，说明资金都趴在银行账上，未形成消费量和工作量。由于信贷供大于求，市场利率也难以出现显著上行趋势。

图表1. 上半年新增政府债券在新增社融的占比



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 金融机构住户部门存贷差值同比变化量



资料来源: 万得, 中银证券

6月份金融数据在总量和结构上均有所改善。新增社融 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元，大幅超过市场预期。其中，新增贷款较 5 月份大幅回升至 3.06 万亿元，较 2021 年同期增加 7409 亿元，构成社融高增的重要因素之一。而且，新增短期贷款及票据融资同比增加 2646 亿元，较上月明显回落。虽然居民中长期贷款仍较为疲软，但是企业中长期贷款发力，推动中长期贷款余额同比增速年内首次回升 0.3 个百分点至 10.5%。为确保经济能够持续复苏，银保监会近日印发的《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》要求，银行机构要扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模¹。

6月份金融数据改善部分来自于 4、5 月份的补偿性反弹，后续韧性仍有待观察。下半年的不确定性因素仍较多，主要集中在三方面：一是疫情发展的不确定，防控硬约束下有时难以形成工作量；二是房地产的传统模式可能已经发生根本性转变，居民能不能、愿不愿意继续买账，存在较大不确定性；三是政策的效果需要动态评估，财政基本上没存钱，上半年财政存款同比少增 4338 亿元，但是能不能有效拉动投资，能不能对冲薄弱领域的压力，也存在不确定性。这些因素的动态变化都会反映在下半年的社融总量和结构上。如果居民和企业的内生性循环持续好转，贷款有效增长，这会适当降低财政增量政策的必要性。如果居民和企业的内生性循环修复不及预期，只存不花，下半年社融稳定增长的压力都会落在政府债券融资上。因而，有必要分析当前居民和企业加杠杆的意愿和能力。

¹ 详文见:

http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/12/content_5700510.htm#:~:text=%E9%93%B6%E4%BF%9D%E7%9B%91%E4%BC%9A%E8%BF%91%E6%97%A5%E5%8D%B0%E5%8F%91,%E5%88%B6%E9%80%A0%E4%B8%9A%E9%9B%86%E7%BE%A4%E5%8F%91%E5%B1%95%E3%80%82。

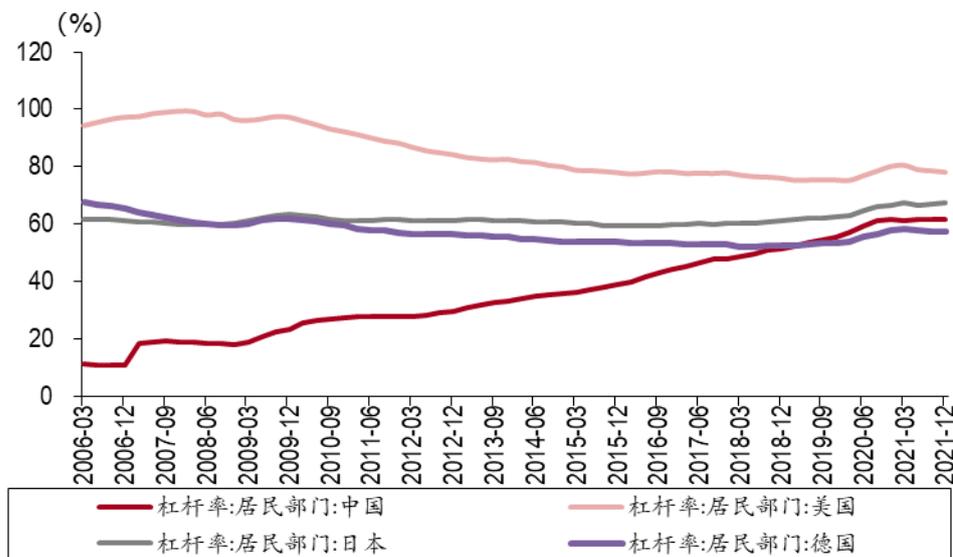
二、当前居民和企业加杠杆所面临的困境

2.1 居民和企业的债务现状

疫情以来，中国居民已经加了不少杠杆。国际清算银行（BIS）的统计显示，与日本、美国和德国相比，中国居民部门杠杆率上升最多，2021年四季度较2019年底上升6.1个百分点，高于同期的日本（4.9个百分点）、美国（2.7个百分点）和德国（4个百分点）。但是，不管是绝对杠杆率还是资产负债率，中国居民的债务总量依然可控。2021年四季度，中国（61.6%）仅高于同期的德国（57.3%），依然低于美国（78.0%）和日本（67.6%）（见图表3）。根据美联储和中国社科院数据显示，2019年中国居民部门的资产负债率为10.8%，依旧低于金融危机去杠杆后的美国居民和非盈利组织部门（12.4%）。

虽然中国居民仍有加杠杆空间，但是中国居民的债务上升较快，流动性压力已经不容忽视。据测算²，2021年中国居民的债务负担比（debt service to disposal income ratio, DSR）达到6.8%，虽然较2020年的7.0%有所下滑，但是显著高于2008年的2.4%。与美国经济研究局（BEA）使用相似方法测算的DSR相比，中国居民低于美国居民的9.3%（见图表4）。如此看来，中国居民压力似乎也没想象中的那么大。问题是，中国居民债务总额增长相对较快。中国居民债务总额从2008年的5.7万亿元增长了11.5倍至2021年的71.1万亿元，同期利率下降不足100个基点，而居民可支配总收入仅从2008年的13.2万亿元增长了2.8倍至2021年的49.6万亿元，这导致DSR在过去十二年上升了近2倍³。

图表3. 中美德日的居民杠杆率

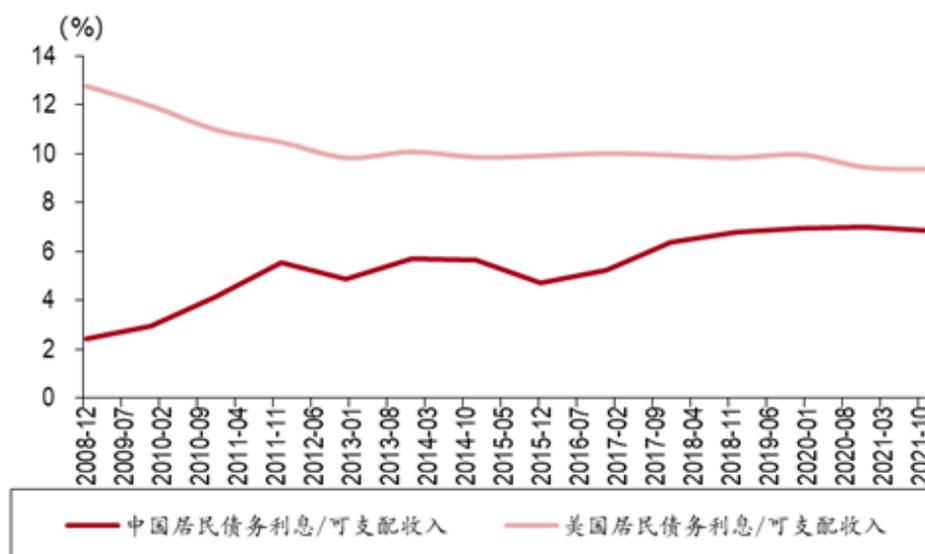


资料来源：BIS，万得，中银证券

² 我们先以金融机构的居民贷款余额（实际上接近社科院宏观杠杆率倒算的居民债务总额）乘以人民币贷款加权平均利率，再除以全国居民可支配总收入（人均可支配收入*人口总数）来测算中国居民的债务负担比率。

³ 我们在此不讨论居民债务快速上升原因是城镇化为主还是房地产“泡沫化”为主，只是想强调居民债务的结果。

图表 4. 中国和美国居民的 DSR



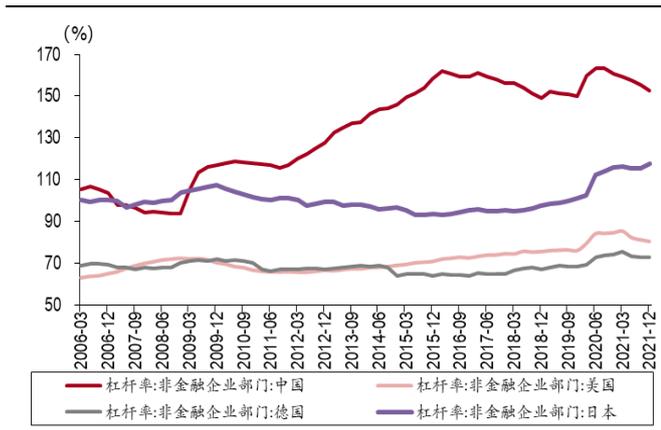
资料来源：美联储，人民银行，统计局，万得，中银证券

疫情以来，虽然中国企业杠杆上升相对较少，但部分领域较为薄弱。BIS 的数据显示，2021 年四季度，中国非金融企业部门的杠杆率较 2019 年底上升 2.7 个百分点，低于同期美国的 4.4 个百分点、日本的 16.4 个百分点和德国的 4.6 个百分点（见图表 5）。但是，中国企业债务分布存在两个特征：一是国有企业债务规模庞大。根据财政部数据显示，2019 年中国国有企业债务总额达到 149.7 万亿元，相当于社科院口径下企业债务的 88%，同时国有企业资产负债率达到 64%，在统计局规上工业企业统计口径里也是偏高的（见图表 6）。虽然近年来国企改革有意引导金融资源向民企倾斜，但是银行趋利避害的避险情绪，导致越是经济困难时越想向国企放贷。二是部分领域偿债压力明显上升。根据上市公司营收数据显示，2022 年一季度，农林牧渔、住宿餐饮、零售业、文体娱乐和航空运输业的资产负债率较 2019 年一季度分别上升 8.0、5.1、2.2、4.9 和 12.5 个百分点；而对应的流动资产占总资产比值分别下降 7.7、14.2、3.5、1.7 和 0.2 个百分点（见图表 7）。虽然国有民航公司严重亏损，资产负债率飙升，却反而更容易获得注资。而其他受疫情影响较大的服务业则没有那么幸运。

中国企业部门的债务负担也不低。由于利率下降的幅度不及债务上升和收入下降的幅度，中国非金融部门债务负担较其他主要经济体上升得更多。根据 BIS 的统计，2021 年四季度中国非金融部门的债务利息（DSR）相当于 20.0% 的国民收入，较 2019 年四季度上升 0.7 个百分点，高于英国的 0.2 个百分点、美国的 -1.1 个百分点和德国的 0.4 个百分点，低于日本的 0.9 个百分点，同时也是过去十年里唯一明显上升的国家⁴（见图表 8）。

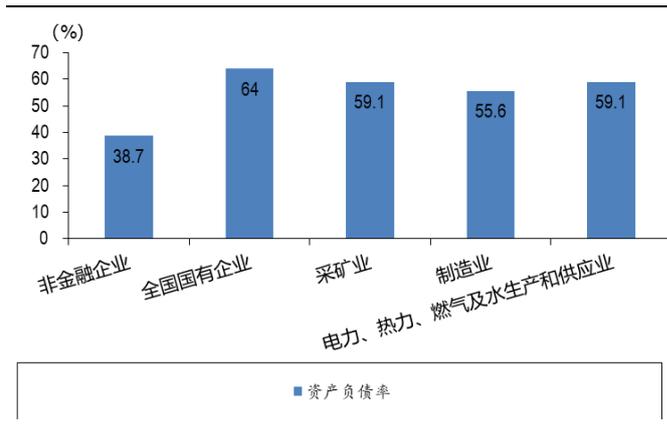
⁴ 两点需要注意：一是 BIS 没有提供中国非金融企业的 DSR，但是从第一部分的居民 DSR 数值更低可以看出，中国非金融企业部门的 DSR 只会更高；二是日本是唯一 2021 年四季度 DSR 仍环比上升的经济体，可见日本的收入恢复可能存在较大问题。

图表 5. 中美德日的非金融企业杠杆率



资料来源: BIS, 万得, 中银证券

图表 6. 2019 年企业资产负债率



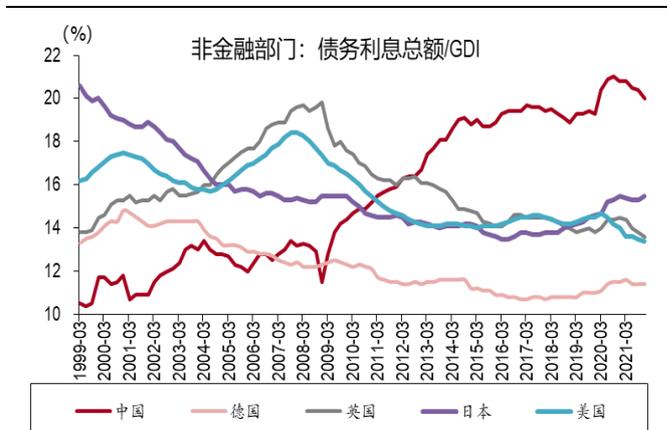
资料来源: 社科院, 财政部, 统计局, 万得, 中银证券

图表 7. 部分上市公司财务数据变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 非金融部门 (不含政府) DSR



资料来源: BIS, 万得, 中银证券

2.2 居民和企业加杠杆的意愿

疫情持续冲击, 进一步加大居民和企业的负担。自疫情爆发以来, 中国经济增速明显低于潜在产出增速。从 2020 年一季度至 2022 年二季度, 中国实际 GDP 季调环比均值仅有 0.98%, 显著低于 2017 年三季度至 2019 年四季度的 1.52%; 折年率仅在 4% 左右, 相当于每年实际 GDP 少增长了近 1~2 个百分点。GDP 的少增意味着收入损失较多和就业造血能力不足, 导致居民和企业预期双双转弱。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44546

