



执笔人：张斌、朱鹤、盛中明

宏观：需求不足仍是当前主要挑战

- 运行环境：全球制造业景气程度回升，通胀压力犹存。国内广义财政支出增速小幅回升但仍低于当期名义 GDP 增速，社融增速保持低位。
- 运行特点：工业生产回升、出口回升和消费倾向回升三个亮点。名义 GDP 增速低于去年，经济增长获得感有待提升。房地产投资、公共设施管理服务相关基础设施投资进一步拖累全社会支出扩张和收入增长。
- 未来风险：收入和支出增长负反馈、房企暴雷、地方政府化债压力过大拖累支出、贸易摩擦增加。
- 应对措施：广义财政完成预算支出、降低政策利率扩大 PSL、救房企、把握好化债节奏。

专题：债务增长与债务风险的平衡

- 过去 20 年政府（包括城投）、非城投企业和居民新增债务在全部新增债务中的占比大概是 4:4:2。2012 年之前的工业化高峰期，资本密集型工业企业举债投资是新增债务主力；2012 年到疫情之前，平台举债投资、居民举债购房和消费是新增债务主力。疫情以后，制造业和小微企业对新增债务贡献更多。
- 债务有三大功能：一是储蓄到投资的转换；二是跨期消费平滑，提高个人生活福利；三是创造金融资产与全社会购买力，全社会的债务创造越多，全社会的金融资产越多，全社会的购买力有更强支撑。
- 总量视角下，中国并没有创造过多的债务，债务增长并未创造过度的金融资产和购买力。这体现在近 10 年来中国平均较低的通胀率，以及频繁遭遇的总需求不足困境。
- 债务杠杆率不适合用于评价债务风险，合意的总量债务增速应该与实现 2% 的核心通胀目标相匹配。降低杠杆率和债务负担的出路在于低利率和通货膨胀，政府债务应该主动平衡私人部门的债务波动。
- 我国的居民和政府部门的偿债能力有保障，债务风险比较突出的是地方政府平台公司债务、房地产企业债务，以及制造业和小微企业债务。
- 化解平台公司债务风险需要把握节奏，多管齐下。化解房地产企业债务风险仅依靠房企自身或者地方政府的力量完全不够，需要宏观经济管理当局出面解决，尽快解决。要尽早关注制造业和小微企业债务风险，避免这两个部门成为地方平台公司和房地产企业之后新的重大债务风险来源。



■ 外部环境：全球经济小幅回暖，通胀压力犹存

2024 年一季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 52.1，较 2023 年四季度均值提升 1.6 个百分点；全球制造业 PMI 均值为 50.3，较 2023 年四季度均值提高 1.3 个百分点。分地区和国家来看，除日本一季度制造业 PMI 均值季度环比下降外，美国、欧元区、巴西、俄罗斯和印度的一季度制造业 PMI 均值有所好转。一季度的全球制造业 PMI 回升，似乎在确认自 2021 年中期以来该指标的持续下行出现了拐点变化。

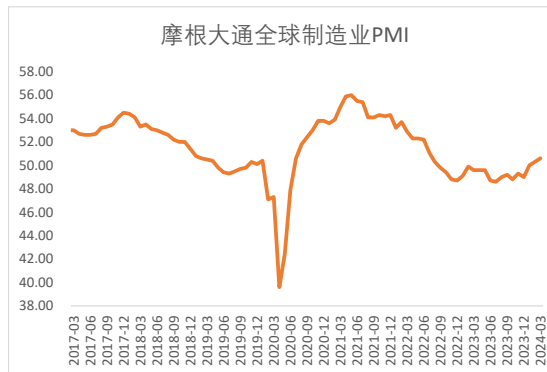


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

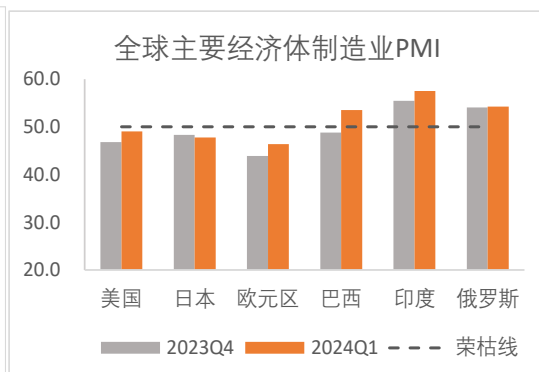


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

大宗商品价格整体平稳，国际原油价格转跌为升，粮食价格继续回落。一季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 531.5，较上年末上涨 3.0%。其中，油脂价格指数大幅下降高达 12%，工业原料上涨 1.1%，金属则小幅回落 0.7%。一季度，国际能源价格走势出现分化，石油价格较快回升，天然气、动力煤价格下降。布伦特原油现货价格升至 91.45 美元/桶，较上年末上涨了 12.1%；但一季度末的动力煤和天然气价格均较上年末下降了 15%左右。国际农产品价格在经历了上年末的短暂上涨后在今年一季度再次回落。CBOT 大豆、小麦和玉米价格分别较上年末回落了 8.2%、10.8%和 6.2%。

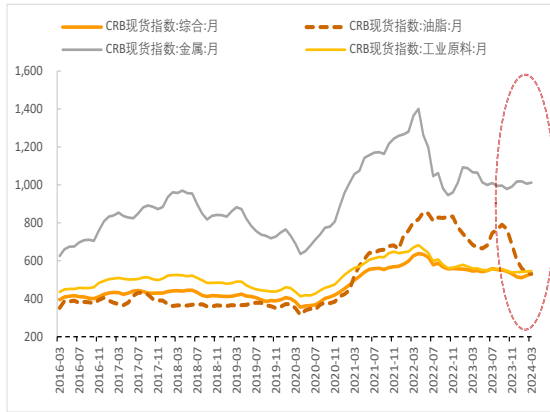


图3 CRB 大宗商品价格指数



图4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国经济需求强劲，通胀维持韧性，美联储降息进程或被推迟。2024年2月份以来，美国CPI增速未能持续上年末的放缓态势，2、3月CPI同比增速持续提高，3月升至3.5%，较上年末提高0.1个百分点。与此同时，3月份核心CPI同比增速为3.8%，较上年末回落0.1个百分点。油价回升和服务业价格维持相对高位是美国一季度美国通胀韧性的重要支撑。2023年美国通胀的快速下行部分源自能源价格的下降，但2024年一季度油价显著反弹减缓了通胀下行趋势。服务业价格的相对坚挺也体现在强劲的就业表现上：2023年一季度，美国月均新增非农就业人数31万人，大幅高于上年四季度的月均新增18.8万人。

美联储4月10日公布的3月货币政策会议纪要显示，与会者指出“近期的经济增长势头较为强劲，通胀数据却不能令人满意，在对通胀持续向2%的目标迈进有更大信心之前，下调联邦基金利率目标区间是不合适的”¹；与会者还普遍认为“最近的通胀数据并未增强对通胀降至2%的信心”。在当前的经济和通胀表现下，美联储降息的动力不足。

欧元区通胀延续回落态势，欧央行降息信号更加明显。2024年一季度，欧元区名义和核心通胀均延续了自2023年4月以来的回落态势。3月，欧元区消费者调和价格指数HICP同比增速为2.4%，较上年12月回落0.5个百分点；核心HICP同比增速为2.9%，亦较上年12月回落0.5个百分点。整体来看，欧元区通胀呈持续回落趋势，逐渐接近2%的通胀目标。

截至2024年4月，欧洲央行管理委员会已连续五次维持欧元区三大关键利

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20240320.pdf>



率不变。货币政策会议新闻稿显示欧央行认为“大多数的通胀指标正在持续下降，工资增长正在逐渐放缓，企业正在通过利润逐步消化劳动力成本的上涨”²，这显示出欧央行当前对通胀持续下行的趋势较有信心。与此同时，欧元区一季度经济增长形势依旧疲软，德国、法国的制造业 PMI 在 3 月份出现明显下降，这带来了欧元区降息的动力。

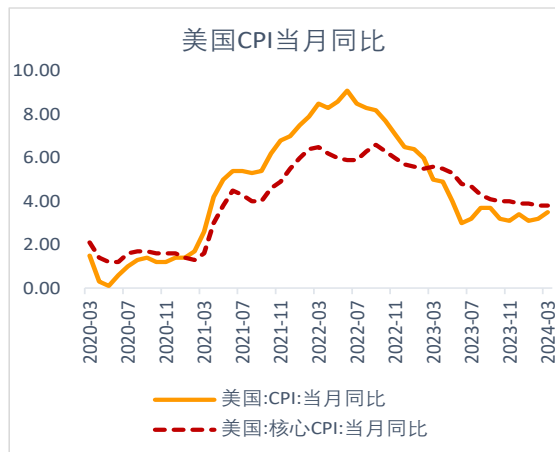


图5 美国通胀水平有所回升

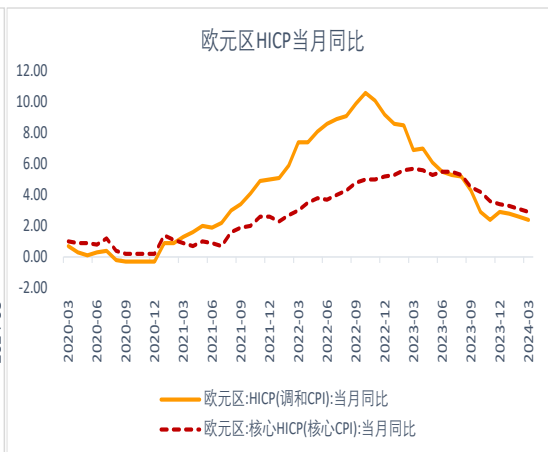


图6 欧元区名义和核心通胀延续回落

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美元指数回升，全球长期国债收益率多数在一季度反弹。从全球汇市表现来看，2024 年一季度末，美元指数在经历了上年四季度的下降后又反弹至 104.5，较上年末上涨了 3.1%。与美元指数反弹对应的是非美货币普跌。发达经济体中日元贬值幅度最高，一季度贬值超过 7%；欧元、英镑分别贬值 2.3%和 0.9%；发展中经济体中，印度一季度汇率基本维持稳定，较上年末贬值 0.2%，巴西则贬值了 3.4%。从全球债市表现来看，2024 年一季度，随着美国通胀下行速度放缓，美国国债收益率在经历了上年末的下降后再度回升，截至 4 月 10 日，美国十年国债收益率已较上年末提高了 67 个基点至 4.55%。日本和欧元区的公债收益率也结束了上年末的下降趋势，4 月 10 日的日本十年国债收益率和欧元区十年公债收益率分别较上年末提高了 21 个和 24 个基点。全球利率维持相对高位给发展中国家带来了持续的偿债压力。国际货币基金组织对低收入国家的债务可持续性分析表明³，截至 2024 年 2 月末，有 9 个国家正在经历债务困境，25 个国家正

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240411~1345644915.en.html>

³ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>



面临极高的债务风险，两者在所有接受评估的低收入国家中的占比依然超过了50%。



图7 美元指数

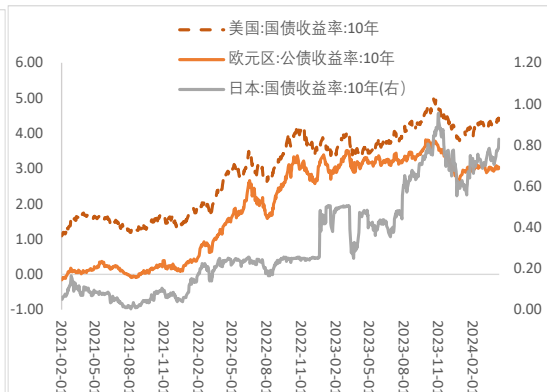


图8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：公共支出小幅提速，社融增速保持低位

财政收入下降，2023年底发行的万亿国债支撑了2024年一季度财政支出。2024年1-2月，政府一般公共预算收入同比增速-2.3%，政府基金性收入同比增速2.7%，广义财政收入同比增速-1.7%，较去年全年增速回落3.8个百分点。财政收入回落的同时，财政支出的增速有所提高，1-2月，政府一般公共预算支出累计同比增速6.7%，政府基金性支出同比增速-10.2%，广义财政支出同比增速2.7%，较去年全年增速提高了1.4个百分点，仍然落后于当期的名义GDP增速。

2024年一季度广义财政收入总体下降的背景下，财政支出增速的提高可能主要依靠的是2023年追加1万亿国债的资金使用。去年1万亿国债中本就有5000亿是结转到今年使用，此外纳入2023年预算使用的另外5000亿国债资金，很可能大部分也要在今年形成实际支出，这使得今年1-2月的一般公共预算支出可以实现较高增速，推高了广义财政支出。1-2月一般是政府专项债发行使用的淡季，这使得政府性基金预算在收入端略有增加时，支出出现下降。

需要注意的是，2024年的政府预算案提出2024年全国一般公共预算和政府性基金预算支出合计要增长7.9%，目前财政的支出增速距离年初制定的目标还有较大距离。

市场短期资金利率基本维持稳定，长期利率下行。2024年一季度，存款类



金融机构 7 天质押式回购加权利率（DR007）3 月均值为 1.89%，较 2023 年 12 月上升 5 个基点，基本维持稳定。广义信贷乏力，社融增速继续下降。2024 年一季度，社会融资规模存量增速 8.7%，分别较去年同期和去年全年下降 1.3 和 0.8 个百分点。一季度 M1 增速逐月下降，3 月降至 1.1%，跌至历史低位，反映实体经济活跃度不足，融资需求较为低迷。3 月 M2 同比增速也进一步降至 8.3%，较去年末下降 1.4 个百分点，反映出广义信贷扩张较为乏力。来自金融机构信贷收支表数据显示，一季度金融机构本外币各项贷款余额同比增速为 9.2%，分别较去年同期和去年全年低 2.2 和 1.4 个百分点。

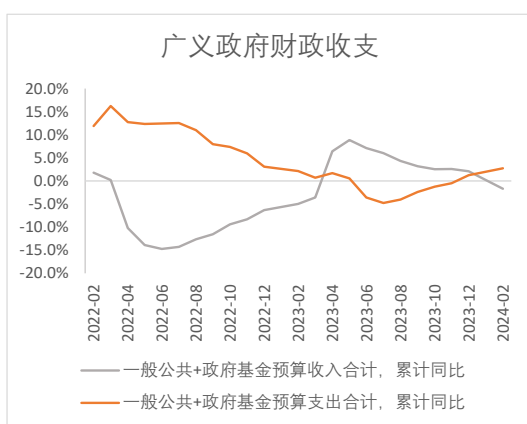


图9 广义政府财政收入与支出

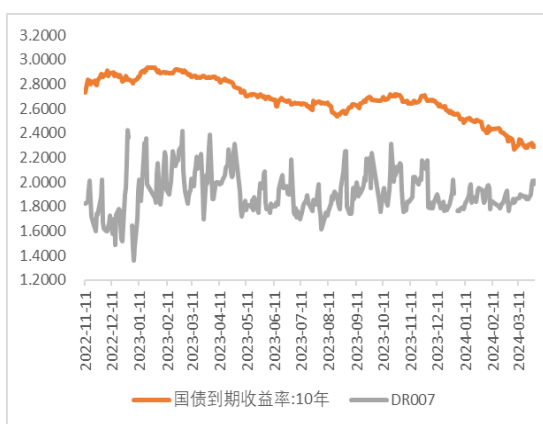


图10 长期国债利率与DR007

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

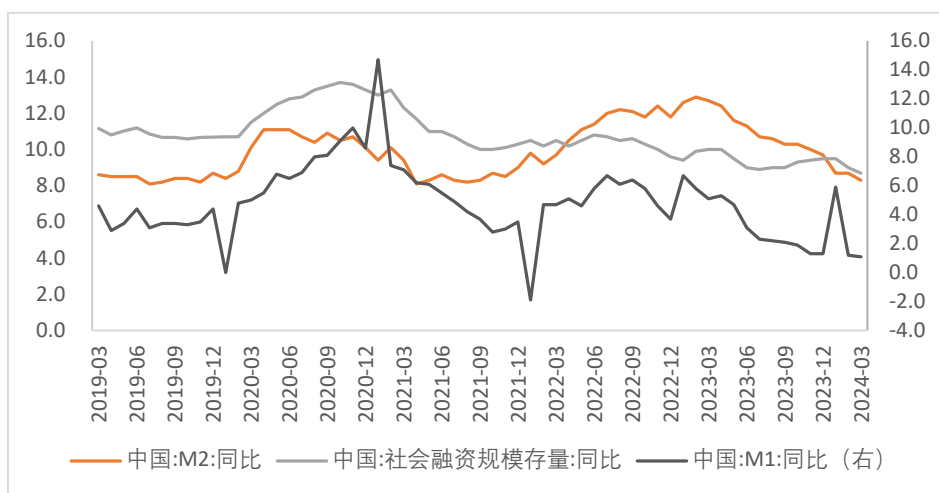


图11 M1、M2 和社融存量月同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币指数小幅回升，人民币对美元略有贬值。2024 年一季度，CFETS 人民币指数整体回升态势，在一季度末达到 99.8，较上年末的 97.4 上升了 2.4%。



而由于美国经济表现强劲、通胀有所反弹等因素，人民币兑美元汇率小幅贬值，一季度末人民币兑美元汇率较上年末贬值 1.8%，整体走势平稳。

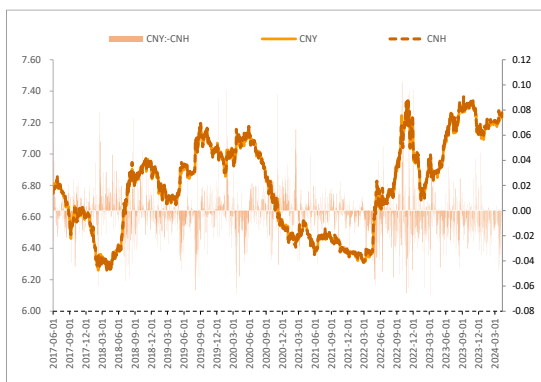


图 12 在岸与离岸汇率



图 13 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

运行特征：内需不足仍然困扰经济复苏

2024 年一季度，我国 GDP 实际同比增速为 5.3%，名义增速为 4.2%；名义 GDP 同比增速已经连续 4 个季度低于实际增速。今年一季度名义 GDP 增速低于去年。名义 GDP 增速是居民收入、企业盈利和政府税费收入的总和，比实际 GDP 增速更显著地影响社会公众的获得感。

工业生产成为一季度经济表现的亮点。大部分工业行业的增加值增速都高于去年同期；工业企业实际营收和利润的实际表现依然低迷，企业盈利仍待修复。

投资方面，固定资产投资增速受房地产市场持续探底拖累，一季度表现弱于去年。房企现金流极度紧张局面仍未得到明显改善，叠加销售金额继续大幅下滑，房企债务风险还在放大。基建投资内部分化继续加剧，与地方城投业务关联较少的基建行业保持投资高增、与地方城投业务关联紧密的行业投资十分低迷。

居民消费倾向继续改善，但消费复苏进度有所放缓。居民消费指标表现距离趋势水平仍有不小差距。就业压力在一季度也有所增强，低通胀状态依然持续，反映出国内依然存在比较明显的总需求不足问题。

1、工业生产明显改善，企业效益修复缓慢

一季度工业生产表现相对强劲，规模以上工业增加值累计同比增速 6.1%，



分别较去年同期和去年全年高 2.4 和 3.1 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值累计同比分别增长 1.6%、6.7%、6.9%，除采矿业增速较去年同期有所下降外，制造业、电力燃气水行业的生产均有明显改善，增速分别较去年同期提高 3.8 和 3.6 个百分点。

分行业看，各工业行业一季度的生产普遍提升，在已公布数据的 20 个工业行业中，有 2/3 的行业获得了较去年同期更高的增加值增速。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业的生产改善作为突出，一季度增加值增速为 13%，较去年同期高 14.1 个百分点。消费品行业生产也有所改善，纺织业、酒饮料茶制造业和食品制造业一季度增加值分别增长 4.9%、6.5%和 6.4%，分别较去年同期增速高 8.1、7.0 和 3.1 个百分点。上游工业品和汽车制造业维持相对高增长，黑色金属、有色金属和化工行业增加值增速分别为 6.6%、12%和 9.6%，均高于去年同期；汽车制造业增加值增速 9.7%，新增汽车产量一季度累计增速近 30%，仍处于高位。

低基数带来利润指标改善，但企业盈利仍待修复。1-2 月，全国规模以上工业企业利润累计同比增 10.2%，大幅高于 2023 全年同比增速-2.3%；考虑到去年年初的低基数效应，工业企业的绝对盈利水平不高。营收方面，1-2 月累计同比增 4.5%，高于 2023 全年同比 1.1%。1-2 月的营业收入利润率为 4.7%，较 2023 年 12 月下降了约 1 个百分点，在近 10 年间仅高于 2020 年和 2023 年同期。同时，代表企业实际库存状况的“广义库销比”指标⁴持续上升，消费品、中间品和资本品生产企业的广义库销比分别达到 62.2%、44.3%和 63.1%，分别较去年同期提高了 5.5、2.7 和 3.2 个百分点。

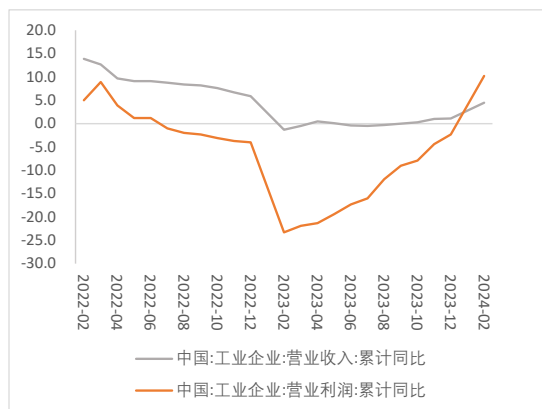


图 14 工业企业营业收入及利润

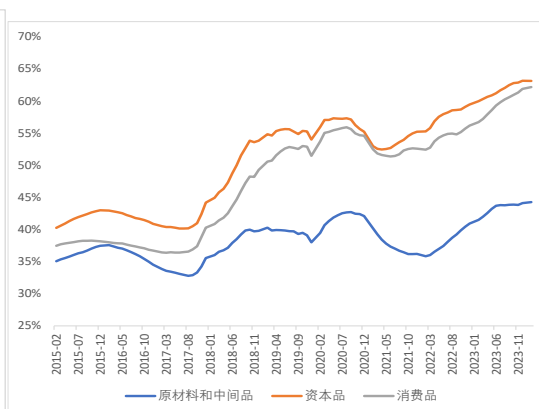


图 15 广义库销比

⁴ 广义库销比=库存/当月营业收入，其中营业收入为 12 个月移动平均值。



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2、房地产市场仍在探底，基建投资内部分化加剧

2024 年一季度，固定资产投资增速同比为 4.5%，较去年全年低 1.5 个百分点，较去年同期低 0.6 个百分点。

结构上看，房地产投资仍未改善，是拖累投资的最主要因素。一季度房地产开发投资累计同比增速-9.5%，较去年同期下降 3.7 个百分点，较去年全年仅回升 0.1 个百分点。从一季度市场表现看，房地产市场短期内的形势仍不容乐观。

一是新开工降幅扩大的同时，竣工面积下降，新房销售面临更大困难。一季度房地产新开工面积累计同比下降 27.8%，降幅分别较去年同期和去年全年扩大了 8.6 和 7.4 个百分点；在去年全年竣工面积保持正增长的情况下，今年一季度房地产竣工面积增速也开始转负，竣工面积较去年同期下降了 20.7%。这或许意味着，房企库存项目建设和销售可能接近尾声，这也反映到了房地产继续扩大的销售压力上：一季度，商品房销售额下降了 27.6%，降幅较去年全年大幅扩大了 21.1 个百分点。

二是房企现金流极度紧张局面仍未得到明显改善，叠加销售金额继续大幅下滑，房企债务风险还在增加。2024 年一季度，中央明确要“进一步优化房地产政策”，各地“因城施策”不断推出稳定房地产市场的举措。保障房企融资的政策也在逐步落地，根据住建部数据，全国各地区已经建立了省级房地产融资协调机制，截至 3 月 31 日，各地推送房地产融资协调机制涉及的“白名单”项目中，有 1247 个项目已获得贷款发放 1554.1 亿元。

与此同时，房企的其他常规融资渠道基本关闭，房企一季度末债券市场融资余额较上年末仅净增 5 亿元，一季度房企获得的融资现金流入可能不足 2000 亿元。销售端的持续大幅下行显著收紧了房企的经营现金流，全国商品房销售额一季度下降近 30%，意味着销售现金流入较去年同期下降近万亿元。

根据我们的测算，综合考虑房企的经营活动和筹资活动后，2020 年开始房企的净现金流就已经转负，2021、2022 和 2023 房企总资金流出额分别为 1.0、1.2 和 1.6 万亿；同时房企在 2023 年的显性有息债务余额已接近 14 万亿（房地产开发贷+境内外债券）。综合而言，在销售大幅下滑时，一季度不足 2000 亿的



融资资金流入对房地产行业而言显得杯水车薪，房地产行业的债务状况将持续面临巨大压力。

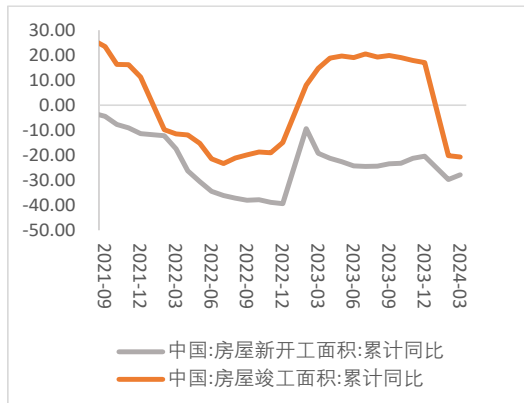


图 16 商品房新开工与竣工面积

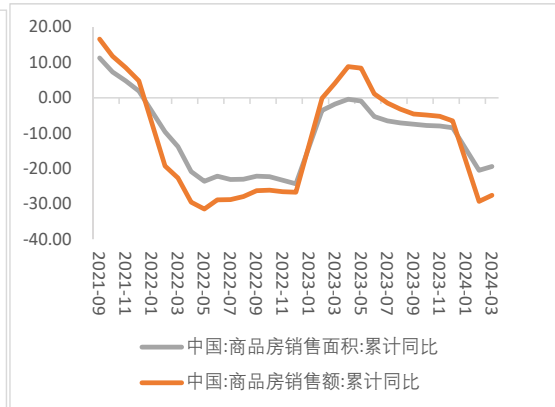


图 17 商品房销售面积与销售额

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛

基建投资内部分化继续加剧，与地方城投业务关联较少的基建行业保持投资高增、与地方城投业务关联紧密的行业投资低迷。2024 年一季度，基建投资的表现整体维持稳定，三大行业合计投资累计同比增速 8.8%，较去年全年提高 0.6 个百分点。但基建内部的分化较则进一步加剧。电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速保持高位，一季度累计同比增 29.1%；交运行业中的铁路运输业投资增速也维持在 17.6% 的高位，这都是与地方城投业务关联性偏低的行业。

占整体基建投资一半左右的水利环境和公共设施管理业投资持续低迷。该行业大类一季度累计同比投资增速仅为 0.3%，其中作为行业主体的公共设施管理业投资累计同比增速为-2.4%。这主要是因为地方城投在化解债务风险的进程中，新增融资受到越来越严厉的约束，对地方基建的支持力度大大减弱。按照 wind 口径统计的城投债融资数据，2024 年一季度我国城投债的净融资规模为-476 亿元，延续了去年四季度的净收缩状态。

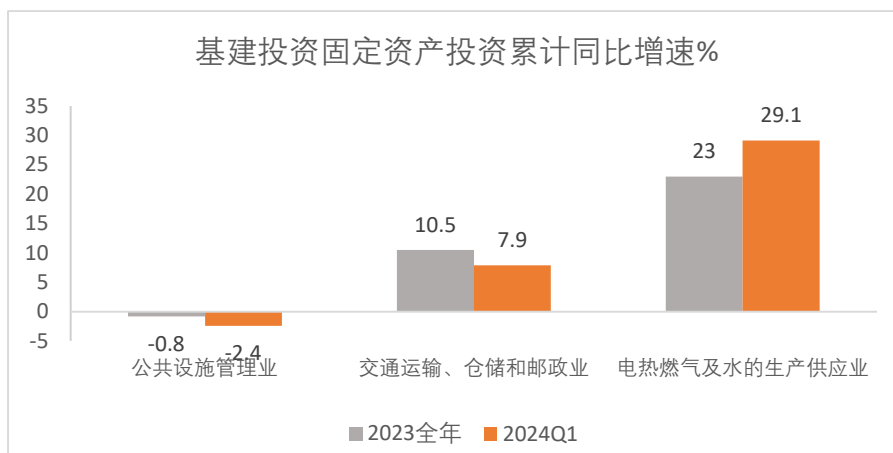


图 18 三大基建行业固定资产投资增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

一季度全球制造业景气程度回升的背景下，中国出口出现回升。2024 一季度，按美元计价的中国出口额增速为 1.5%，较去年同期提高 3.4 个百分点，是 2022 年四季度以后出口增速首次转正。对主要发达经济体的出口仍维持负增长，一季度对美国、欧盟、日本出口额累计同比增速分别为-1.3%、-5.7%和-8.7%；对东盟出口金额增速转正，一季度为 2.8%，较去年全年增速提高 7.7 个百分点。出口商品价格指数仍处于低位，截至今年 2 月，出口价格指数较去年同期下降 12%。

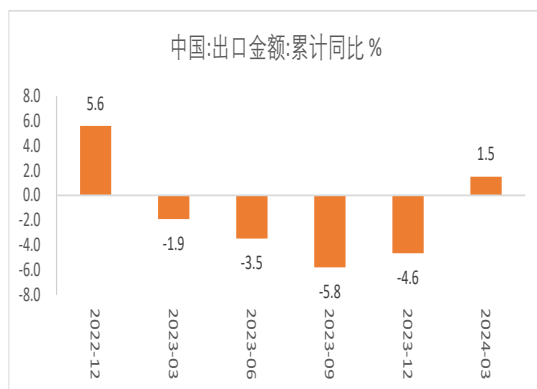


图 19 出口金额（美元）季度累计同比增速

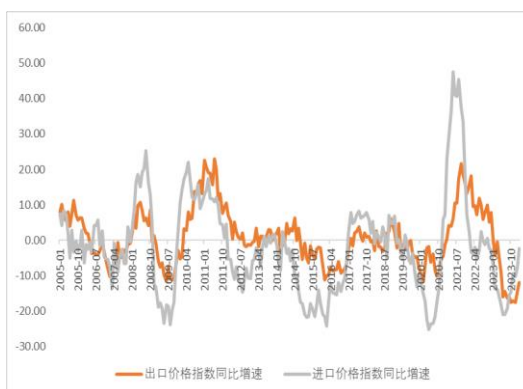


图 20 进出口价格指数同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

3、消费意愿提高，消费增长仍需提升

2024 年一季度，居民消费倾向继续改善。一季度居民消费同比增长 8.3%，受低基期影响明显。2021 年开始，每年一季度的居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）逐年上升。2024 年一季度消费倾向来到 63.3%，虽较 2019 年仍有距离，但已较去年一季度提高了 1.3 个百分点，这说明消费意愿仍在持续提



高中。

商品消费复苏缺乏进展，社会消费品零售总额累计同比增速 4.7%，较去年同期下降了 1.1 个百分点。服务性消费支出保持较快增长。一季度全国居民人均服务性消费支出 3162 元，同比增长 12.7%，这很大程度上来自去年一季度服务消费基数较低。消费增长仍需进一步提升。

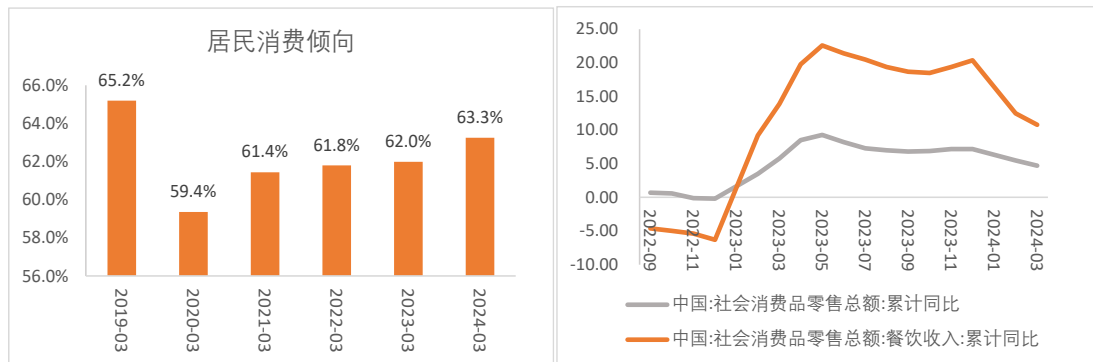


图 21 历年一季度居民消费倾向

图 22 商品零售和餐饮收入同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

4、就业仍有压力，低通胀状态持续

2024 年一季度末，我国城镇调查失业率为 5.2%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.1%，均较上年末提高 0.1 个百分点。根据统计局最新数据，不含在校生口径下，16-24 岁、25-29 岁劳动力失业率在 2 月末分别为 15.3%和 6.4%，分别较去年末提高了 0.4 和 0.3 个百分点，青年群体就业压力依然较大。1-2 月，城镇新增就业人数累计为 146 万人，较去年同期少增 15 万人。

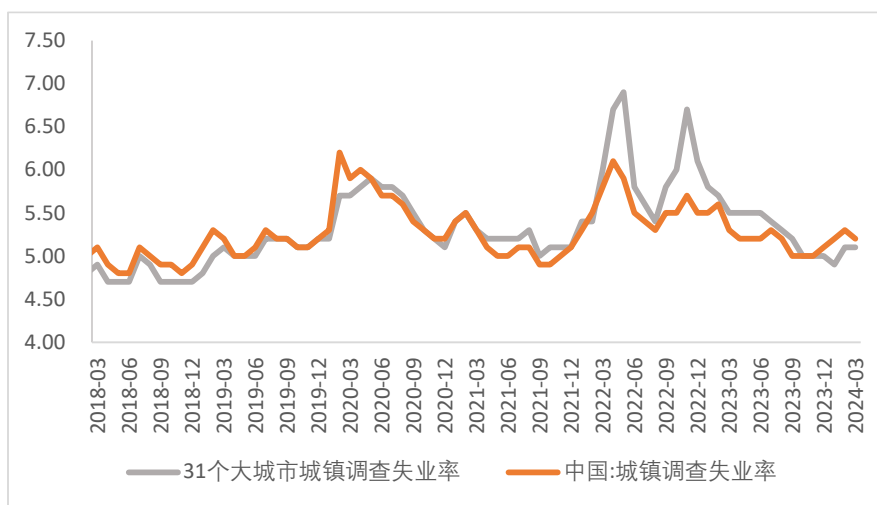


图 23 调查失业率



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2024 年一季度 CPI 在经历了春节效应带来的 2 月回升后，当月同比增速在 3 月再度回落到零值附近（0.1%），3 月核心 CPI 月同比增速降至 0.6%，与去年末持平。一季度 PPI 月同比增速依然处于负值区间，3 月为-2.8%，较上年末继续下降 0.1 个百分点，PPI 环比增速已经连续第五个月下跌。受国际油价回升影响，石油天然气开采与冶炼加工、化学化纤、有色金属冶炼与冶炼压延行业 PPI 环比出现呈现。房地产市场疲软也反映在黑色金属和水泥相关行业的价格下行中。低通胀是经济运行的结果，反映出国内依然存在比较明显的总需求不足问题。

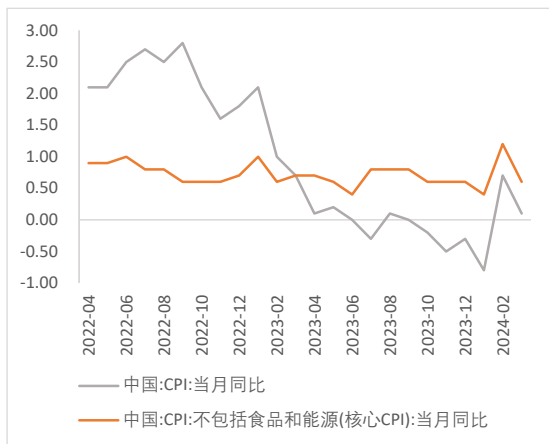


图 24 CPI 与核心 CPI

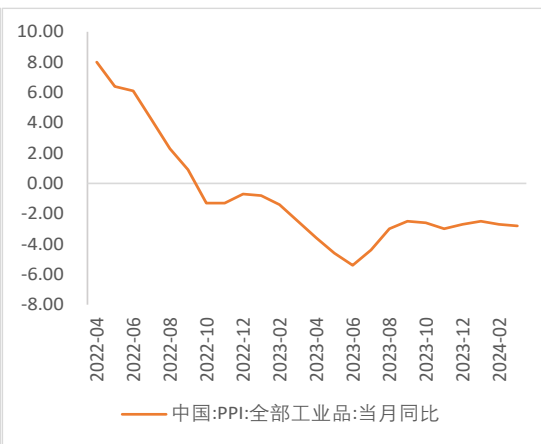


图 25 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

■ 未来风险与政策建议

综上所述，理解 2024 年一季度我国宏观经济运行特点可以抓住两条主线。一条主线是“外强内弱”，全球制造业边际复苏带动我国生产和出口企稳复苏，并间接带动了制造业投资继续走强，而国内经济的内生增长动能并不强，房地产市场仍处于探底过程，土地出让金额、新房新开工、竣工和销售面积等关键指标继续出现较大幅度下降。这些会影响到全社会支出水平和全社会收入水平，不利于居民部门收入增长和消费增长。

另一条主线是“宏观政策的结构性发力”，一季度我国财政政策和货币政策都表现出了明显的结构性特征。财政政策方面，一般公共预算支出增速略低于全年增速目标，地方政府性基金支出有明显下降，但电力、交通、水利等更多涉及全国重大项目的基建行业均有明显的财政支持痕迹，表现为相关领域的投资增速



大幅增加。货币政策方面，7天OMO利率和1年期MLF利率均保持不变，社会融资规模和M2增速仍在回落，但近年来靠制造业带动的企事业单位中长期贷款增速仍保持高位，显著高于总体社融增速。这在一定程度上解释了为何制造业产能利用率明显下降的同时，制造业投资仍保持了接近10%的同比增速。

展望未来，我国宏观经济面临来自三方面的潜在风险。

一是经济仍未走出低通胀状态，需求负反馈还在持续。一季度CPI同比增速在0附近，PPI同比增速整个一季度保持在-2.5%到-3%之间，已经连续18个月保持负增长，对应的GDP缩减指数是-1.1%。在低通胀环境下，私人部门的自发需求会受到抑制，政府、居民和私人企业之间的支出下降会不断形成负反馈，导致经济复苏动能减弱。

二是房企现金流仍未显著改善，房地产债务压力或进一步危及金融稳定形势。2023年以来，我国政府出台了众多稳定房地产市场的政策，这些政策在部分领域已经发挥作用，但整体政策效果尚不明显，居民的购房需求仍保持低迷，房企现金流继续承压，债务压力没有得到明显缓解。2024年一季度，万科集团的债务问题引起了市场的广泛关注和讨论，众多投资者非常担心万科如果出现暴雷将触发新一轮的房地产市场动荡。

三是地方政府化债过快可能会导致地方财政吃紧并加速广义财政支出的收缩。2023年四季度开始，我国地方政府陆续进入新一轮化解地方债务的工作状态中，部分地方政府被严格限制增加新的债务。这直接导致2023年四季度，我国城投债净融资减少了1600亿元，与地方政府密切相关的公共设施管理业投资由正转负。进入2024年，承担化债任务的地方政府数量还在增加，叠加房地产市场持续收缩带来的土地出让收入下滑，全年地方政府面临的财政收支平衡压力会更大，广义财政支出强度有可能会再次低于年初预期。

为更好应对上述风险，提高经济复苏的内生动能，宏观政策还需继续发力，同时在稳定房地产市场方面要明显增加政策力度。

首先，货币政策还需继续发力，除降息之外，可考虑设定更加明确的社会融资规模增速目标。央行在一季度货币执行报告中提出关注长期利率走低的现象。这一方面有来自市场交易层面的压力，但DR007衡量的利率水平始终在1.8%的水平上，长期利率走低主要来自期限利差的下降。这背后反映出的是长期通胀预



期走低，以及信用扩张减速带来的资产荒加剧。长期利率下降是市场主体对经济运行的定价结果。要实现更可持续的经济复苏，货币政策除了降息，可考虑设定社会融资规模增速目标的方式，加强市场沟通，锚定市场对信用扩张强度的预期。在上一期宏观季度报告中，我们提出了“11%”的社会融资规模增速目标，结合当今年一季度我国的宏观形势，我们认为这一目标水平仍比较合理。

其次，应从供求两端同时发力，尽快稳住房地产市场，相关部门应对市场普遍关注的风险事件（如万科）尽量做到及时回应，并做好预案以提前防范风险。

CF40 研究成果表明，当下中国的房地产企业更像是具有房地产开发业务的“影子银行”，作为非典型的影子银行系统，我国房地产业的资产负债规模已经超过了一些现有持牌金融机构的资产负债之和。房地产全行业都面临非常明显的流动性困境，部分房地产企业面临偿付困境，实际净资产已经为负。房地产行业是我国的支柱性行业，房地产企业的困境同时也是系统性困境。应尽快转变“属地原则”为主的房地产债务处置思路，采用更具全局性、系统性和适用于处置金融风险的方式来处置房地产企业。具体来说，一是通过宏观经济管理当局信用背书，阻断银行等金融系统对房地产企业的“挤兑”，帮助房地产企业恢复正常融资渠道。二是通过取消限购，降低房贷利率、对首套房购房者采取优惠贷款利率，帮助开发商化解商住楼、车位等沉淀资产等措施，改善房地产企业现金流。

最后，地方政府化债应把握好节奏、用更有效率的方法、平衡化债的力度与经济增长的关系。我国正面临着市场自发需求不足的严峻挑战，不宜再叠加新的冲击。提高总需求的必由之路是通过增加信贷，提升全社会的购买力，提高全社会支出。在此过程中，如果地方政府主动压降债务，则会形成市场自发信贷和政府信贷的叠加下降，加剧需求不足。

为了保持总需求的稳定和宏观经济稳定，需要避免市场自发信贷增速放缓与压降地方政府债务的叠加，避免地方政府层层加码的债务压降任务分派。从存量上压降地方政府债务，应该选择市场自发信贷增速较为旺盛的时期，这种时期地方政府有更充沛的财力还债，压降地方政府债务还能起到防止经济过热的作用。在市场自发信贷增速显著放缓的时期，地方政府财力相对拮据，压降地方政府债务不仅难度大，而且会形成政府支出下降和市场支出下降相互强化的恶性循环局面。这种时期内对待平台债务应该以延期为主，将保持必要的现金流、不暴雷作



为工作重点。



债务增长与债务风险的平衡

主要观点

中国债务规模和杠杆率的快速上升受到持续关注,控制债务增长和稳定杠杆率成为近年宏观经济政策中的重要关注点。本文从近 20 年各部门负债行为的特征演变出发,回答四个问题:债务从何而来、如何认识债务的功能、如何辨识债务风险、如何做好债务增长与债务风险的平衡。

报告主要发现如下:

- 过去 20 年政府(包括城投)、非城投企业和居民新增债务在全部新增债务中的占比大概是 4:4:2。2012 年之前的工业化高峰期,资本密集型工业企业举债投资是新增债务主力;2012 到疫情之前,政府和平台、居民部门是新增债务主力。这与发达国家历史经验基本一致。疫情以后,制造业和小微企业新增债务贡献更大,发达国家历史上未曾出现。
- 债务有三大功能:一是储蓄到投资的转换;二是跨期消费平滑,提高个人生活福利;三是创造金融资产与全社会购买力,全社会的债务创造越多,全社会的金融资产越多,全社会的购买力有更强支撑。
- 总量视角下,中国并没有创造了过多的债务,债务增长并未创造过度的金融资产和购买力。这体现在近 10 年来中国平均较低的通胀率,以及频繁遭遇的总需求不足困境。
- 债务杠杆率不适合用于评价债务风险,合意的总量债务增速应该与实现 2%的核心通胀目标相匹配。降低杠杆率和债务负担的出路在于低利率和通货膨胀,政府债务应该主动平衡私人部门的债务波动。
- 我国的居民和政府部门的偿债能力有保障,债务风险比较突出的是地方政府平台公司债务、房地产企业债务,以及制造业和小微企业债务。
- 化解平台公司债务风险需要把握节奏,多管齐下。化解房地产企业债务风险仅依靠房企自身或者地方政府的力量完全不够,需要宏观经济管理当局出面解决,尽快解决。要尽早关注制造业和小微企业债务风险,避免这两个部门成为地方平台公司和房地产企业之后新的重大债务风险来源。



截至 2023 年，中国企业、政府和居民三个部门合计债务规模 363 万亿，债务与 GDP 之比达到 288%。庞大的债务规模和快速上升的杠杆率引起了社会各界广泛关注和担心。

宏观经济决策者近年来一直把控制债务增长规模作为重要工作。财政政策方面，政府严格控制一般公共预算赤字率，同时采取一揽子措施压降地方政府隐性债务。货币政策方面，货币当局多年表示“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配⁵”，言下之意是控制债务增速，稳定宏观债务杠杆率。货币政策的对外表述中更加强调稳健，在对抗需求不足方面的政策力度与此前相比显著下降⁶。

然而控制债务增长规模的举措没有降低全社会加总的债务杠杆率。2018-2023 年，平均每年债务杠杆率上升 9.7 个百分点，高于 2012-2018 年期间平均每年债务杠杆率上升 7.9 个百分点。

从全社会来看，减少债务增幅能够减少未来还本付息的绝对金额，还会显著影响到全社会的收入水平和偿还债务的能力，减少债务增幅未必能减低债务风险，也未必能降低杠杆率。有些时候可能恰恰相反，越是减少债务增幅，偿债能力越弱，债务风险越高，杠杆率也越高。

化解债务风险，并非压降债务规模就能解决问题。下面内容讨论四个问题，一是债务从何而来；二是如何认识债务的功能；三是如何辨识债务风险；四是如何做好债务增长与债务风险的平衡。

一、债务从何而来

1、债务总量和杠杆率

过去 20 年间，我国非金融部门（政府、居民与非金融企业）的债务总存量从 2004 年的 24.2 万亿人民币增长至 2023 年的 363 万亿人民币，债务规模增长 15 倍，年均债务增长

⁵ 2023 年以后改变为“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”的表述。”

⁶ 近年来政府工作报告中反复提及扩大需求，然而货币当局不再采用宽松货币政策的表述。货币政策在政策利率调整方面更加谨慎，疫情暴发以来的持续需求不足环境下政策利率累计降低幅度不足 100 个 BP，远低于 2015 年一年之内 185 个 BP 的降幅。



15.3%。从内外债结构看，内债一直是总债务的绝对主体，20 年内债占比从未低于 97%，且 2019 年以后内债占比持续微升，到 2023 年内债占比为 98.3%。

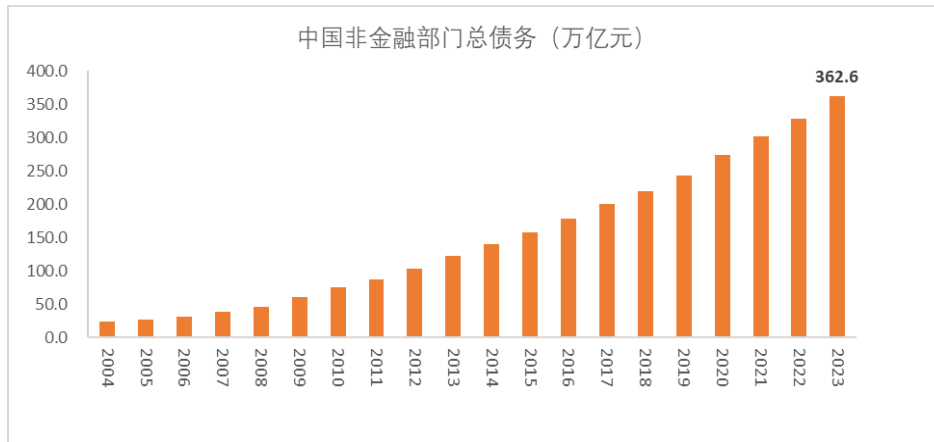


图 1 中国非金融部门总债务

数据来源：WIND，财政部，中国人民银行，作者测算

从杠杆率（总债务存量/名义 GDP）来看，债务水平的演变以 2012 年为界大体分为两个阶段。**第一个阶段是 2004-2011 年期间**。这一阶段的总体特点是：总债务保持较高速增长的同时，名义 GDP 增长也与之相当，总杠杆率的上升幅度较为温和。这 8 年间，总债务年均增长 18.8%，同时名义 GDP 年均增长 17.2%，总杠杆率年均只提高了 2.4 个百分点。这一时期杠杆率的提高主要发生在 2009 年及以后，当时为应对全球金融危机，2009 年总债务一年净增 15.4 万亿，比此前 5 年的总净增量都要多，所以总杠杆率在 2009 年跳升了 32 个百分点到 173.4%。在 2009 年之前，2004-2008 年的名义 GDP 增速整体上还要高于债务增速，这 4 年间的总杠杆率下降。

第二个阶段是 2012-2023 年期间，这一时期的特点是债务和名义 GDP 在经历过一段高速增长后同时出现增速下滑，但名义 GDP 增速下降的速度更快，这使得总杠杆率快速上升。这 12 年间，总债务年均增速较 2004-2011 年间下降了 6.1 个百分点到 12.7%，名义 GDP 年均增速却较 2004-2011 年间下降了 9 个百分点到 8.2%。2012-2023 年总杠杆率年均提高 9.2 个百分点，到 2023 年总杠杆率达到 288%。

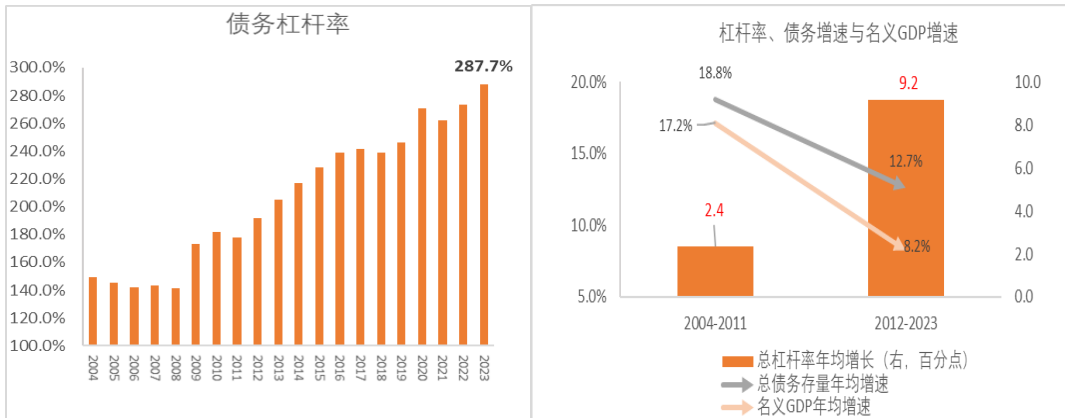


图 2: 债务杠杆率

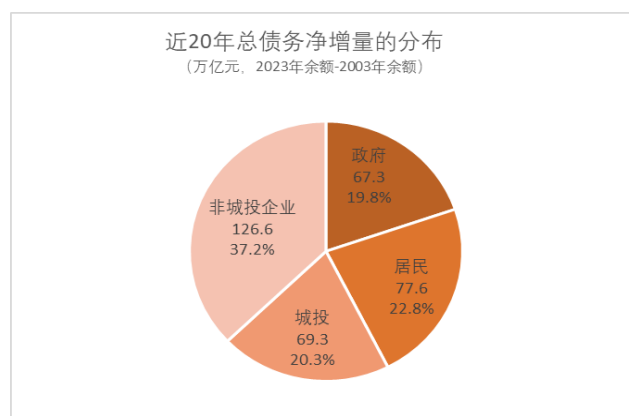
图 3: 杠杆率、债务增速与名义 GDP 增速

数据来源: WIND, 财政部, 中国人民银行, 作者测算

2、谁在创造债务

近 20 年间, 非金融部门总债务净增加了 340.8 万亿元 (2023 年余额-2003 年余额)。这其中有 40.1% 来自政府⁷和城投平台合计, 二者在净增总债务中的占比分别为 19.8% 和 20.3%; 有 22.8% 来自居民部门, 其余 37.2% 来自非城投企业。

过去 20 年的举债主体和债务功能发生了显著变化。2012 年之前的工业化高峰期, 资本密集型工业企业举债投资是新增债务主力; 2012 年到疫情之前, 政府和平台举债增加支出、居民部门举债购房和消费是新增债务主力。这与发达国家历史经验基本一致。疫情以后, 制造业和小微企业新增债务贡献更大, 发达国家历史上未曾出现。



⁷ 需要特别说明的是: 2015 年新《预算法》正式实行后, 地方政府才正式获得自行举债的权限, 所以在法律意义上, 2015 年之前的中国政府债务只有中央政府债务。但实际上, 2015 年之前的地方政府债务是客观存在的: 2014 年财政部进行全国债务审计, 披露全国地方政府债务余额为 15.4 万亿; 新《预算法》正式实行后的 2015 年, 财政预算公布 2015 年地方政府债务余额为 14.8 万亿。如果只从法律意义上界定“政府债务”, 那么 2014 年的“政府债务”指标将出现极不正常的大幅提高。所以本文在分析中, 根据 2014 年债务审计的信息, 估算了 2003-2013 年的地方政府债务余额并计入本文分析中的“政府债务”中。同时, 也在相应年份的城投债务中扣除了已被计算为“政府债务”的城投债务。



图 4：近 20 年总债务净增量的部门分布

数据来源：WIND，财政部，中国人民银行，作者测算

(1) 广义政府债务增量占比持续提高，2020 年后城投债务相对收缩

将政府和城投平台视为广义政府，广义政府的债务增量占比在近 20 年间持续提高。以 2008 年金融危机、2015 年新《预算法》实施和 2020 年为分界点，2004-2008 年、2009-2015 年、2016-2019 年和 2020-2023 年这四个时期，城投平台和政府债务合计的净增量占同期总债务增量分别是 26.6%、30.4%、45.9%和 47.6%，提高速度最快的时期是 2016-2019 年。

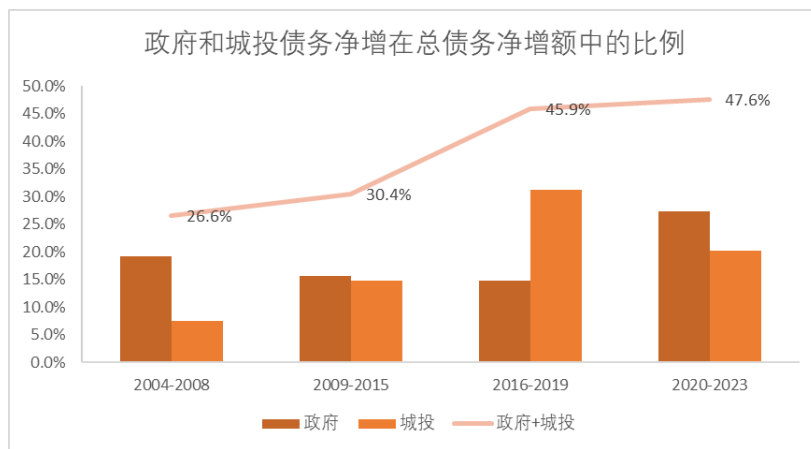


图 5：政府和城投债务净增在总债务净增额中的比例

数据来源：WIND，财政部，作者测算

政府和城投平台的负债行为在 2020 年前后发生了显著变化：**显性政府债务在 2020 年以后重新成为广义政府债务扩张的主体，城投债务则在 2020 年之后进入相对收缩状态。**在 2009 年之前，城投平台规模尚小，直接的政府债务（包括国债和估算的地方政府债务）是广义政府债务扩张的主体：2004-2008 年，城投平台新增债务占总新增债务的比例还只有 7.5%，政府新增债务占比则有 19.1%。2009-2019 年，城投平台债务进入扩张期，而直接的政府债务在这时相对收缩。2009-2015 年、2016-2019 年这两个时期，城投平台净增债务占总债务净增比例分别是 14.7%和 31.2%，分别较 2004-2008 年高出 7.2 和 23.7 个百分点；而这两个时期政府净增债务的占比则较 2004-2008 年显著降低。**2020 年及以后，情况又发生了反转，城投新增融资受到约束，显性政府的债务新增成为广义政府债务扩张主体。**2020-2023 年，政府债务净增额占总债务净增的比重达到 27.3%，大幅高于此前任何一个时期；但城投债务净增额占比却下降至 20.3%。



近 20 年间,中国广义政府新增债务在总新增债务中的比例不断提高,但国际比较而言,这并非特殊现象。2000-2022 年期间,美国政府每年新增政府债券占其非金融部门新增债务的比重平均为 44.8%,日本为 98.5%,发达国家平均 41.7%。中国在 2010-2022 年期间,即便是将平台公司债务纳入政府债务,新增政府债务在全社会新增债务的占比是 38.1%。

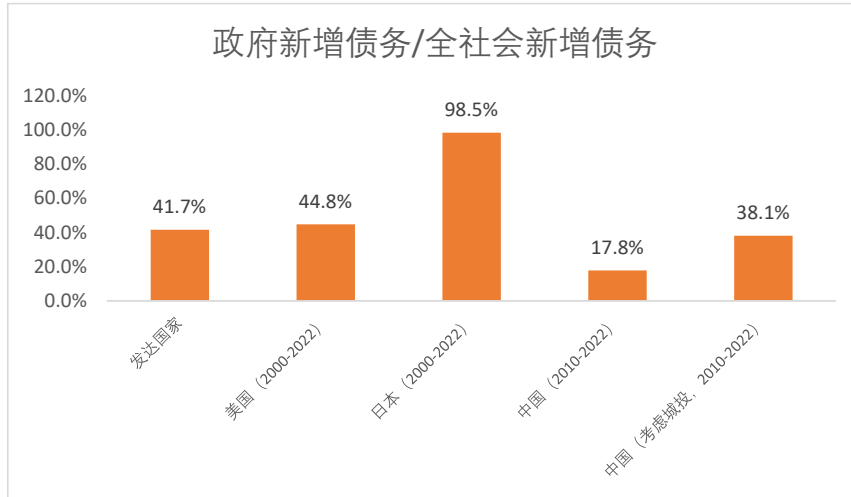


图 6: 新增政府债务占全社会总新增债务的比例

数据来源: WIND, 作者测算

(2) 居民债务扩张在 2018 年见顶、2021 年后大幅下滑

居民部门债务新增在总新增债务中的比重在 2015 年之前处于相对平稳的状态,大部分年份占比低于 20%。2015-2018 年,居民债务迅速扩张,这 4 年间居民部门贡献了超过 30% 的总债务增量。2018 年后,随着房贷增势减缓,居民部门债务新增占比也开始下降。2021 年后,这一下降趋势加快,房贷余额增速在 2022 年降至 1.3%、2023 年转负为-1.6%。2022、2023 年居民部门债务新增占比跌至 13.9%和 15.4%,为 10 年来最低水平。

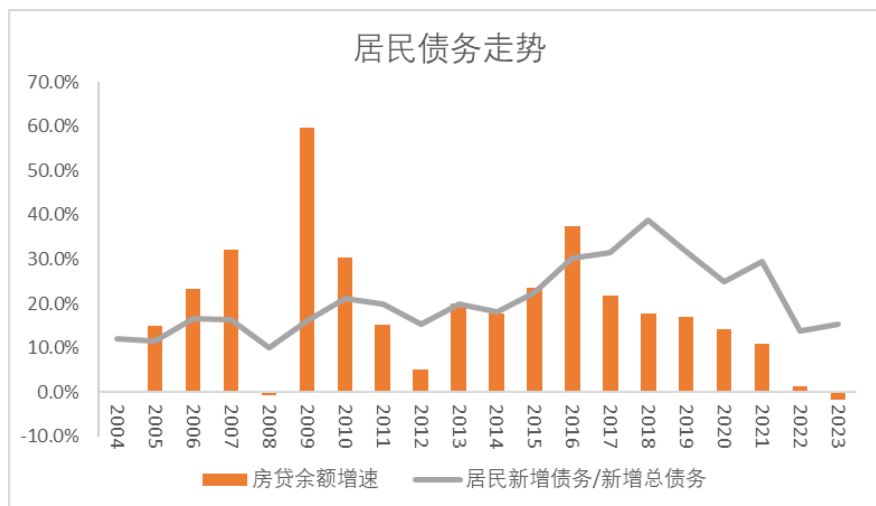




图 7：居民债务走势

数据来源：WIND，作者测算

（3）2020 年以后工业企业和小微企业债务扩张加速

2020 年之前，非城投企业新增总债务占比持续下降，2016-2019 年间的下降幅度最大，这期间其新增债务占总新增债务的比重只有 21.2%。2020 年之后，非城投企业新增债务快速回升，2020-2023 年间的新增债务占总新增债务的比重达到 31.7%，较 2016-2019 年间提高了 10.5 个百分点。

观察 2020 年前后非城投净增债务的融资工具结构变化，可见 2020 年后非城投企业新增债务的回升几乎完全依靠的是境内贷款，其他融资工具对其新增债务的净贡献为负。2020-2023 年，非城投企业净增境内贷款 44.5 万亿元，是其总债务净增额的 117.5%；而同期非城投企业境内外债券合计净增仅 1.4 万亿，占总债务净增额的 3.8%；其他带息债务（即“非标”债务，信托贷款、委托贷款和未承兑的银行承兑汇票之和）净减少 7.6 万亿元、境外贷款也净减少 0.4 万亿。也就是说，除境内贷款外，2020-2023 年非城投企业通过境内外债券、境外贷款和其他带息债务获得的净融资为负。

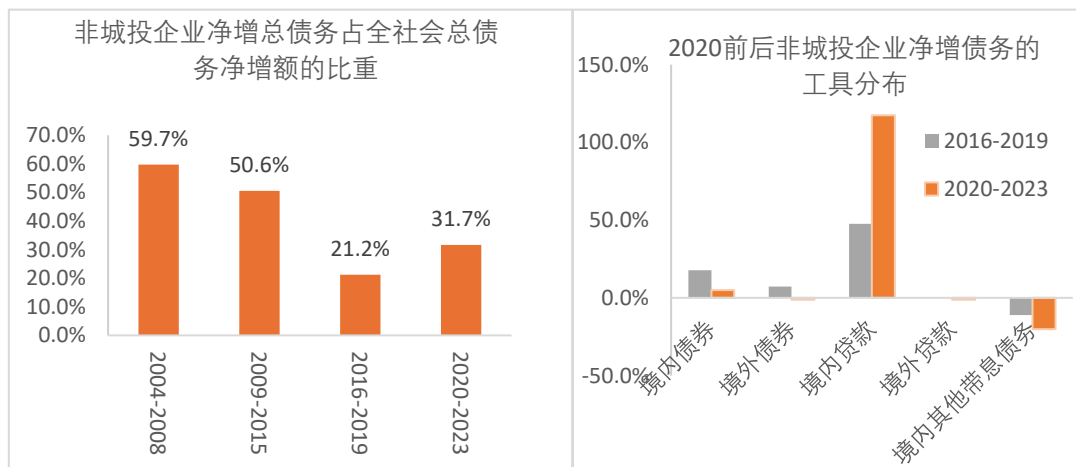


图 8：非城投企业新增债务占总债务增量的比重 图 9：非城投企业净增债务的工具分布

数据来源：WIND，作者测算

明确了 2020 年后非城投债务新增主要来自境内贷款后，可再进一步将非城投企业拆分成工业企业、房地产开发企业和其他企业（主要为非城投、非房地产的服务业），并结合普惠贷款的业务数据，可见 2020 年后的债务新增的两个关键特征。



一是 2020 年以后，新增贷款向工业企业和非城投、非房地产服务行业显著集中。2020-2023 年工业企业新增了 23 万亿本外币贷款⁸（2023 年余额-2019 年余额），占同期全部企事业单位新增本外币贷款的近 40%，占比较 2016-2019 年提高了 30 个百分点。与此同时，城投、房地产开发新增贷款占比显著下降，2020-2023 年分别较 2016-2019 年下降了 33.7 和 11.1 个百分点。而对于工业、城投和房地产之外的其他行业，我们可以认为基本上是非城投非房地产的服务业，贷款向这些行业的集中态势也较为明显：其在 2020-2023 年净增了 19.8 万亿贷款，占全部新增贷款的 33.7%，占比较 2016-2019 年提高了 13.8 个百分点。

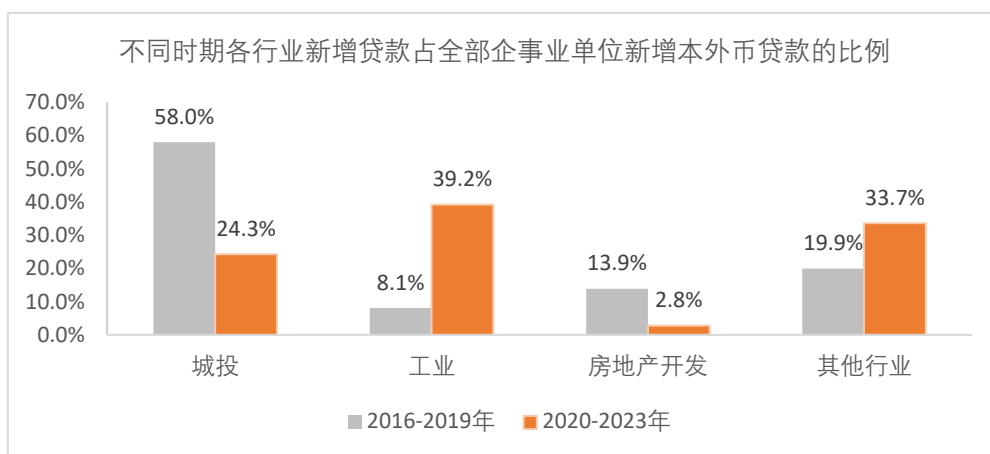


图 10：各行业新增贷款占全部企事业单位新增本外币贷款的比例

数据来源：WIND，作者测算

二是 2020 年以后，新增贷款向小微企业的集中趋势也更加明显。2019-2023 年间，小微企业普惠贷款余额连年高速增长，2023 年余额达到 29.4 万亿元，占全部非城投、非房地产企业贷款余额的约 30%。从增量看，2023 年小微企业普惠贷款已经较 2019 年净增了 17.8 万亿元，占同期全部非城投、非房地产企业贷款净增额的 41.6%，占同期全部企事业单位贷款净增额的 30%。

⁸ 假定 2022、2023 年工业企业本外币中长期贷款余额占工业企业本外币全部贷款余额的比例均等于 2021 年，可得到 2022、2023 年的工业企业本外币全部贷款余额。

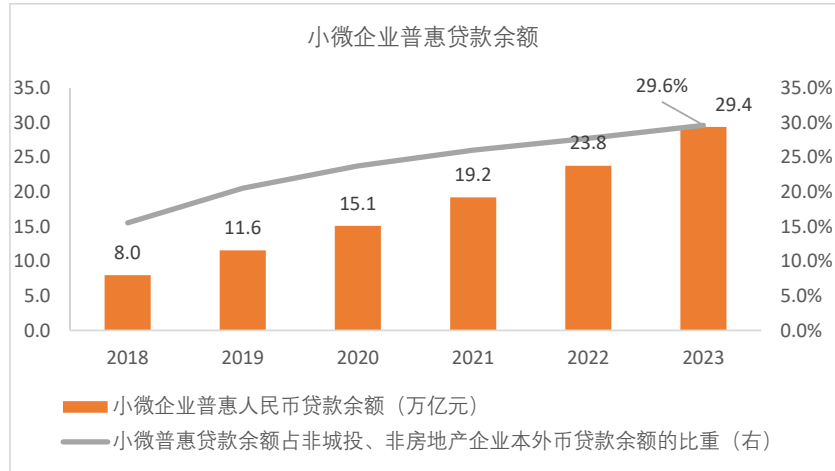


图 11：小微企业普惠贷款余额

数据来源：WIND，作者测算

3、用什么工具创造债务

比较债券、贷款和非标债务（其他带息债务）这三类债务融资工具的新增融资占比，可见 2020 至今的变化是：债券比重下降、贷款比重提高、非标存量加快缩减。

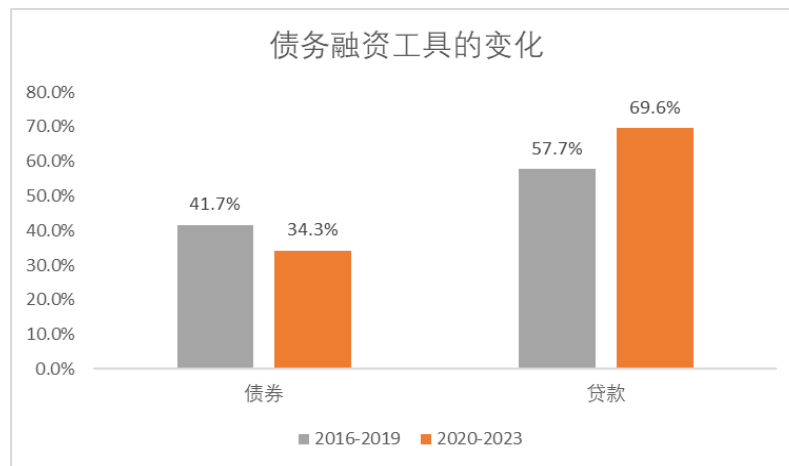


图 12：不同债务融资工具净增额中占总债务净增额的比重

数据来源：WIND，作者测算

债券方面，2015-2019 年新增债券占新增总债务的比例曾迅速提高到 41.7%，较此前的时期提高了约 20 个百分点。这主要是来自于新《预算法》实行后的地方政府债务债券化，2015 年政府预算中还有超过 9 万亿非债券形式的地方政府债务，到了 2019 年经过债券置换几乎归零；加之新增国债和地方债券的发行，这期间政府新增债券占到全部新增债券的 60% 以上。2020-2023 年新增债券占新增总债务的比例又转而降至 34.3%，这首先是由于 2020 年



以后产业信用债风险事件频发，非城投企业新增债券融资迅速下降；还由于 2022 年开始城投平台发债也受到更强监管和制约。到了 2023 年，99%的境内新增债券（不包括金融债）都是政府债券，债券市场给非金融企业带来的增量融资逼近于 0。

表 1：新增境内债券的分布

万亿元	新增境内债券的分布				占比		
	政府	城投	非城投企业	新增境内债券合计	政府	城投	非城投企业
2016	7.14	1.47	1.82	10.4	68.4%	14.1%	17.5%
2017	5.58	0.51	0.42	6.5	85.8%	7.8%	6.4%
2018	4.80	0.51	1.35	6.7	72.1%	7.6%	20.3%
2019	4.83	1.12	1.64	7.6	63.6%	14.8%	21.6%
2020	8.39	2.37	1.78	12.5	66.9%	18.9%	14.2%
2021	7.16	2.40	-0.09	9.5	75.6%	25.4%	-1.0%
2022	7.19	1.12	-0.04	8.3	86.9%	13.5%	-0.5%
2023	9.83	-0.12	0.22	9.9	99.0%	-1.2%	2.2%

数据来源：WIND，财政部，作者测算

贷款方面，2020 年之前，贷款占全部新增总债务的比例曾持续下降，2016-2019 年期间贷款净增量占全部净增债务的比例已低至 57.7%；但 2020-2023 年，这一比例回升至近 70%。这主要是因为非城投企业在此期间获得了更多的贷款支持（表 2），每年有 50%-60%的新增贷款流向了非城投企业。

表 2：新增境内贷款的分布

万亿元	新增境内贷款的分布				占比		
	居民	城投	非城投企业	合计	居民	城投	非城投企业
2016	6.34	4.54	3.19	14.07	45.1%	32.2%	22.7%
2017	7.14	5.42	2.28	14.84	48.1%	36.5%	15.4%
2018	7.38	6.06	2.64	16.08	45.9%	37.7%	16.4%
2019	7.43	3.42	5.93	16.78	44.3%	20.4%	35.3%
2020	7.86	4.31	7.85	20.02	39.3%	21.5%	39.2%
2021	7.92	1.80	10.34	20.07	39.5%	9.0%	51.5%
2022	3.83	4.02	12.66	20.51	18.7%	19.6%	61.7%
2023	5.16	4.11	13.61	22.88	22.6%	18.0%	59.5%

数据来源：WIND，作者测算

非标债务在 2015 年之前也是总债务新增的重要组成部分，2009-2015 年的净增非标债务占到总净增债务的 16.4%。但 2015 年以后尤其是 2018 年资管新规以后，这部分债务增长不再且迅速萎缩，2020-2023 年这部分债务存量已经下降了近 5 万亿。

二、债务的功能



1、储蓄到投资的转换

居民部门获得收入以后，多数情况下不会全部用于消费，而是会留一部分作为储蓄。这部分储蓄通过金融中介转给企业或者政府，居民成为债权人，企业和政府成为债务人。债务人将这部分资源用于投资，形成未来的收入，帮助储蓄者/债权人实现了储蓄的保值增值。借助于债权债务关系，实现了从储蓄到投资的转换。将亿万零散家庭的储蓄集中起来，形成集中的大规模投资，是现代经济成长普遍采用、不可或缺的制度设计支撑。

储蓄到投资的转换，可以通过债权债务关系，也可以通过权益关系。亿万家庭通过持有股权的方式将零散的储蓄转给少数企业做投资，与企业一起分享投资收益，也实现了储蓄到投资的转换。从发达国家目前的情况来看，权益融资在企业全部融资中占比较高，2013年到2022年十年当中，德国、日本、美国、英国的权益融资在企业全部融资中占比均值为32.8%、52.4%、63.7%和54.7%，相比而言，中国企业权益融资在全部融资中占比均值只有3.2%。这里仅统计了中国企业从国内资本市场的股权融资，即便考虑到来自海外市场的股权融资以后，中国企业股权融资在全部融资中的占比也非常低。

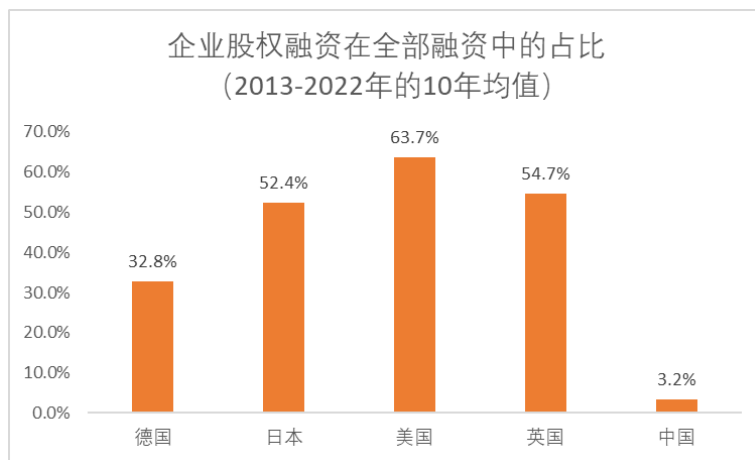


图 13：全部股权融资在全部融资中的占比⁹

数据来源：CEIC

2、跨期消费平滑

个人可以通过举债消费或者举债购房的方式，实现一生相对平滑的消费水平，提高生活福利。如果个人当前收入很低或者是遇到了突发事件使得当前收入陡然下降，但是预期未来收入会有明显增长，通过举债消费可以实现当前和未来的消费平滑，保持相对稳定的生活品

⁹ 中国的股权融资当中只包括了境内股权融资，没有包括海外股权融资



质。个人还可以举债购房。如果等攒够了钱再去全款买房，大部分人可能要四十岁甚至更大的年纪才能拥有自己的住房。然而凭借住房抵押贷款的方式，很多家庭可以在参加工作不久就购买住房，用未来的收入偿还本息，以此更早地享用了自己的房子，提升了生活品质。

个人举债消费或者购房成为全社会债权债务关系中的重要组成部分。截至 2022 年底，在全社会的债务当中，新兴市场经济体、发达经济体和中国的家庭和非盈利服务组织债务与 GDP 之比分别是 21.7%、27.4%和 20.6%。新兴市场经济体、发达经济体和中国的家庭和非盈利服务组织债务与 GDP 之比分别是 47.7%、73.3%和 61.3%。

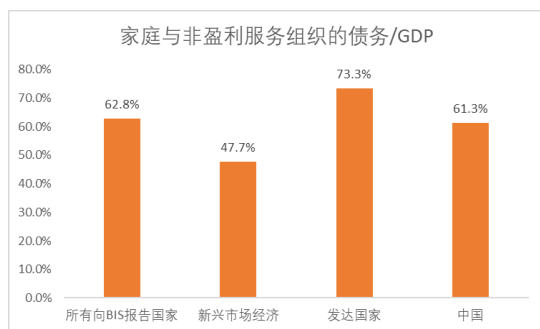


图 14：家庭与非盈利组织债务/GDP

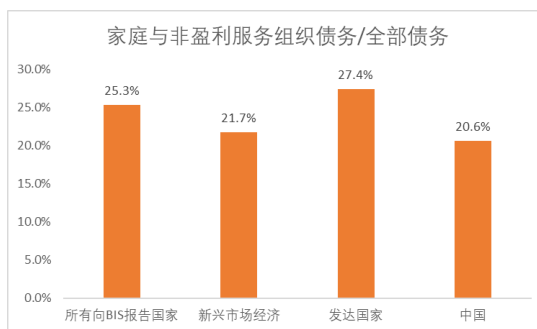


图 15：家庭与非盈利组织债务/全部债务

数据来源：BIS

3、创造金融资产与全社会购买力

举债投资或者消费，是债务功能中硬币的一面。硬币的另一面也非常重要，创造债务的同时也是在创造债权，创造金融资产。现代经济活动中，无论是消费还是投资，都离不开金融资产，有了金融资产才能支撑全社会的购买力。

金融资产主要来自两种类型，一种是通过债权债务关系创造的金融资产，比如各种银行存款、债券等；另一种是权益类金融资产，比如股票。在大部分国家，通过债权债务关系创造的金融资产是全部金融资产中的主要构成部分。截至 2023 年，我国的全社会金融资产大约 458 万亿人民币，其中通过贷款和发行债券创造的金融资产 397 万亿，占比超过 85%。我国居民部门持有的金融资产大约 230 万亿人民币，每个家庭平均大约 47 万人民币。这 230 万亿金融资产里面，定期和活期银行存款大约 130 多万亿，各种形式的理财、货币市场基金和保险类资产 60 万亿，股票大约 40 万亿。

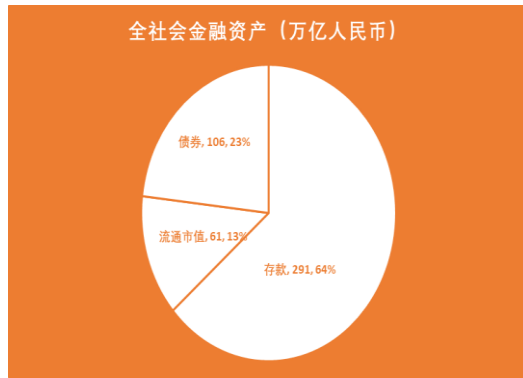


图 16: 全社会金融资产的结构

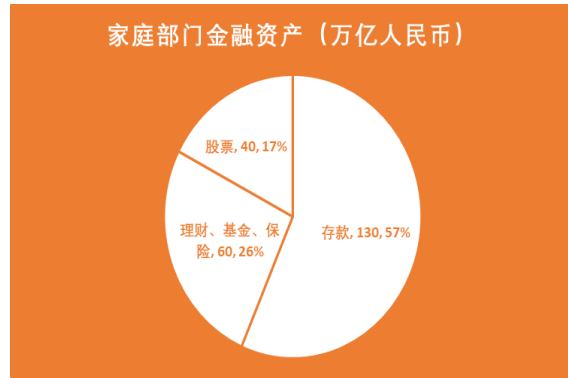


图 17: 家庭部分金融资产的结构

数据来源: WIND, 作者计算

金融资产从何而来, 站在个人角度和站在全社会角度看完全不同。站在个人角度看, 金融资产是劳动收入或者投资盈利的积累, 干的好或者投资成功, 金融资产积累越多。站在全社会的角度看, 大家都干的好或者投资成功, 加在一起的钱会多吗? 答案是: 不会。企业获得更多金融资产, 是把消费者账户上的钱转账到企业账户。个人获得金融资产, 是把企业账户上的钱转账到个人账户上。哪怕个人和企业干的再好, 钱转来转去, 金融资产总量并不会增长。

全社会的金融资产很大程度上取决于创造了多少债务。全社会的债务创造越多, 全社会的金融资产越多。从我们国家的情况来看, 全社会金融资产当中超过百分之八十来自于银行贷款或者是发债这些债务创造行为, 不到百分之二十是来自股票。

举个例子: 朋友举债在银行贷款 1000 万买了套房子。朋友的银行账户上面凭空多了 1000 万存款, 这 1000 万立即就转账给了房地产企业。房地产企业拿着这 1000 万转账给了员工发工资 200 万, 股东发红利 200 万, 上下游供货商 200 万, 政府交税 400 万。朋友这笔 1000 万贷款, 分别增加了企业员工、股东、上下游企业和政府的存款合计 1000 万。这 1000 万存款过去并不存在, 它完全来自于这笔住房贷款。个人新增贷款创造了全社会的新增存款。企业新增贷款也是类似的, 也创造了全社会的新增存款。

贷款创造存款, 增加了全社会的金融资产。企业或者政府发行债券, 全社会的金融资产会更多吗? 再举个例子: 政府新发行 100 亿的国债, 购买者是企业和居民。政府发行国债, 政府的银行账户上多了 100 亿银行存款, 购买国债的居民和企业银行账户上少了 100 亿银行存款, 多了 100 亿的国债。对于企业和居民来说, 100 亿银行存款换成了 100 亿国债, 金



融资产并没有少，只不过是换了种形式。事情并没有结束。政府发行的 100 亿国债，拿到的钱不会存在银行，而是会花出去，政府花钱的过程，也是给企业和居民转账的过程，企业和居民的钱会增加。政府发债虽然没有直接增加银行存款，但是增加了和银行存款高度替代的债券，增加了全社会的金融资产。

全社会的新增贷款和发债大幅下降，会直接导致全社会新增的存款和债权减少，全社会新增的金融资产减少，全社会的购买力和全社会名义收入随之下降。蛋糕做不大了，对于每个家庭来说，赚钱更难。

三、辨识债务风险

新增债务会带来两种宏观经济层面上的风险。一种与债务总量有关，创造债务也是在创造全社会购买力，新增债务太多或者不足，会带来通胀或者通缩，威胁宏观经济稳定；另一种与举债主体有关，某些举债主体过度举债难以偿还债务，轻则带来债权和债务主体之间的纠纷，重则引发金融市场风险，甚至威胁到宏观经济稳定。

1、总量视角

中国债务规模近二十年来快速增长，债务杠杆率最近十年快速攀升，从国际对比角度看中国的债务杠杆率已经处于较高水平。这些都是事实，但是这些事实并不能作为依据判定中国创造了过多的债务。

创造债务也是在创造金融资产。总量上创造了过多的债务，同时也是在创造过多的金融资产，创造过多的购买力和过多的需求。然而这个判断得不到证据支持。

第一个角度，中国近十年来没有通胀压力，频繁遭遇的是需求不足压力。我国过去十年平均每年的 CPI 涨幅不足 2%，过去十年人民币对一揽子货币的名义有效汇率升值 15%。这说明中国没有创造出过度的金融资产和购买力。中国总的金融资产构成当中，债权类资产占比过高，权益类资产占比过低，这当中存在结构问题，通过调整资产种类结构可能有利于改善资源配置。但是这种结构上的不合理并不意味着金融资产总量过多。从总量角度看，频繁遭遇且持续得不到扭转的需求不足局面说明，中国新增的债务不是过多，而是不足。



第二个角度，中国并没有创造过多的金融资产。中国的金融资产主要是债权类金融资产，发达国家的金融资产当中权益类金融资产占比更高，把债务类金融资产和权益类金融资产加总来看，中国创造的金融资产相对于 GDP 而言并不算高。对比美国、日本、中国、德国几个样本国家，全部金融资产/GDP 的倍数分别是 13.4、15.7、3.6 和 3.7，中国金融资产相对 GDP 的数量并不突出。

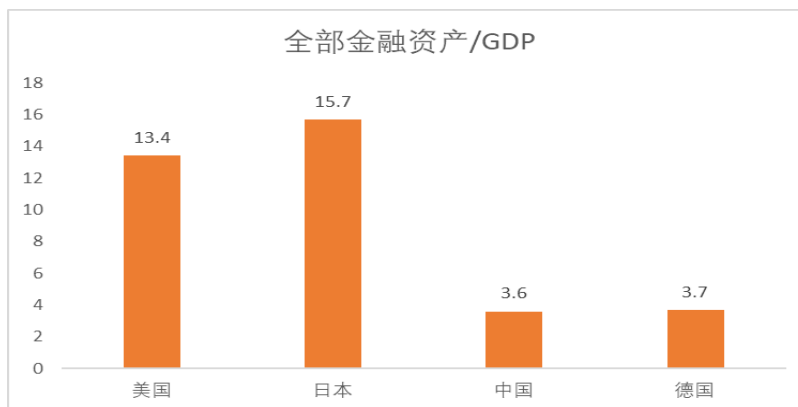


图 18：各国全部金融资产占 GDP 的比重

数据来源：WIND，作者计算

对于家庭部门，美、日、中、德四个国家的家庭平均金融资产是 93.6 万美元、25.1 万美元、6.5 万美元和 19.6 万美元，中国家庭金融资产的绝对值不高。考虑到国家之间人均 GDP 的差异，用绝对数值并不能很好衡量家庭金融资产是不是过多。用家庭金融资产除以 GDP 以后，得到相对于 GDP 的家庭金融资产，美、日、中、德四个国家家庭金融资产分别相当于 GDP 的 5.1 倍、3.8 倍、2 倍和 2.2 倍。经过 GDP 调整之后的相对人均金融资产规模也不高。中国与发达国家的区别在于，中国的金融资产里面超过八成是债务创造的金融资产，比如银行存款和各种理财产品。发达国家金融资产里面有更多的权益资产，比如股票。

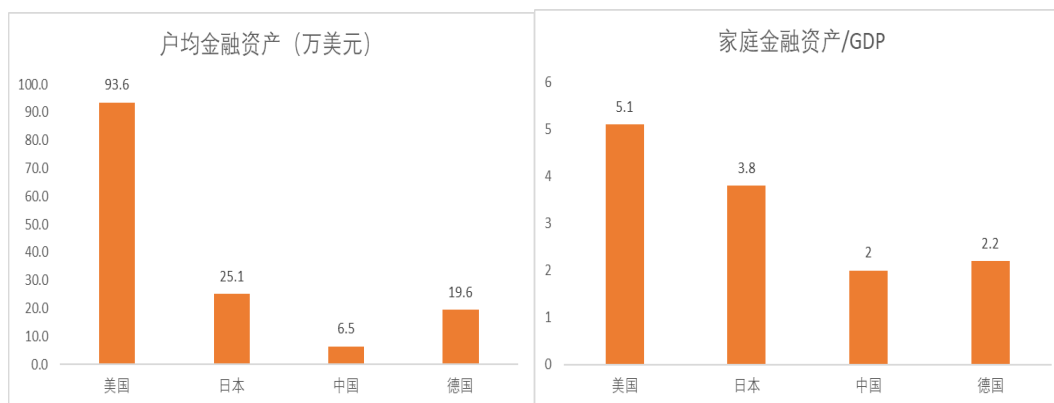


图 19：各国户均金融资产

图 20：各国家庭金融资产占 GDP 的比重

数据来源：WIND，作者计算



中国的债务杠杆率较高，但不能据此认为中国创造了过多的金融资产，中国的债务风险更高。发达国家债务率普遍高于发展中国家，但是发达国家债务的风险溢价普遍低于发展中国家债券，市场认为债务率高的发达国家债券风险反而更低。

无论是对于个体还是总体，债务杠杆率都不是衡量债务风险的合意指标。举个例子，A 和 B 一样的收入，一样的债务，一样的债务率。区别是 A 每月收入 10 万元花掉 8 万元，B 每月收入 10 万元花掉 5 万元，A 和 B 的储蓄率不一样，对于偿还每个月的债务来说，A 比 B 更容易违约，A 的债务风险更高。再比如，A 举债的成本是 10% 的高利率，B 是 1% 的低利率，同样的债务 A 要还的利息成本高很多，A 更容易违约，而 B 不会，A 的债务风险更高。这个例子说明，同样的债务率下，储蓄率、债务的利率的差异可能会带来相差很大的债务风险。仅仅用债务率指标，远不足以评价债务风险。

学术界对于什么才是债务率的合理区间有很多研究，但难以给出一个有公信力的区间范围。要更实实在在地回答债务风险问题，需要观察各个举债主体的偿债能力。

2、结构视角

(1) 政府部门债务风险

从财务角度看，评判政府债务风险的依据是政府的举债空间。如果政府还能够低成本举债，不会面临难以偿付债务的风险；反之如果政府丧失了举债能力，会面临难以偿付债务的风险。从经济合理性角度看，评判政府应不应该举债的依据是私人部门的总需求与总供给力量对比，如果非政府部门供小于求，政府举债增加总支出可以平衡供求，实现资源的充分利用；非政府部门供大于求，政府则不应该再去举债增加支出，否则会带来高通胀，威胁到政府的货币信用。

政府的举债空间不取决于政府赤字率高低，不取决于政府债务率高低，而是取决于非政府部门储蓄和投资力量对比。如果非政府部门意愿储蓄远大于计划投资，没有通胀压力，政府举债增加支出利用了非公有部门储蓄大于投资的资源，且没有带来过度需求和通胀压力，主权货币的购买力和货币信用得到保障，政府的举债空间更大，合意政府债务 / GDP 比率水平更高；反之如果这个缺口很小甚至为负的，存在通胀压力，政府的举债空间收窄，合意



政府债务 / GDP 比率水平低。

我国 2012 年以来非金融企业和住户部门储蓄和资本形成之间的缺口不断放大，该缺口占 GDP 的比重从 2012 年的-3.1%上升至 2021 年的 4.5%，通胀也一直保持在较低水平，2023 年 GDP 平减指数甚至进入负值。这说明非公共部门投资越来越不足以消化掉非公共部门储蓄。这种情况下，政府的发行债券广受国内和国际投资者欢迎，政府举债增加支出更充分地使用了资源，避免了资源闲置和浪费。政府举债不仅不会增加政府自身的债务风险，反而因为帮助改善了非政府部门的资产负债表，帮助其他部门缓释了债务风险。



图 21: 企业和居民的储蓄投资缺口/GDP

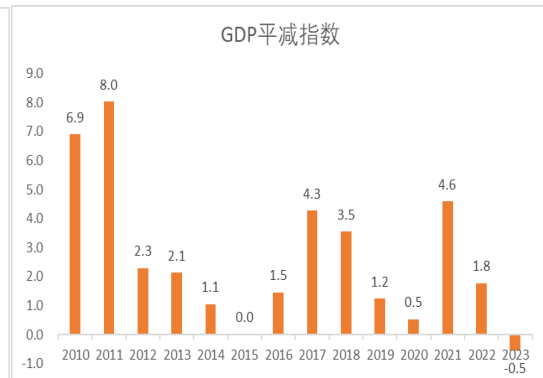


图 22: GDP 平减指数

数据来源: WIND, 作者计算

(2) 平台公司债务风险

经过对地方平台公司债务置换，用专项债替代平台公司新增举债、严格控制地方平台公司新增债务和降低地方平台公司债务利息等多方面举措的努力，地方平台公司的新增债务规模显著下降，债务成本也显著下降。

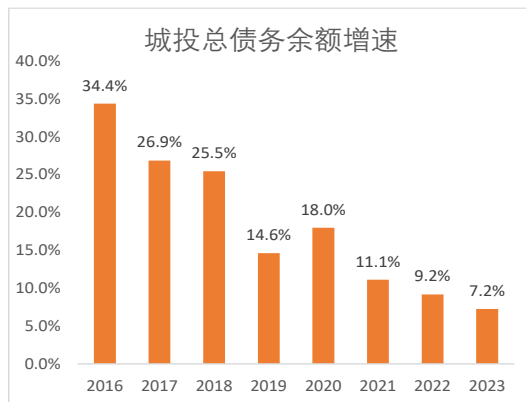


图 23: 城投有息债余额增速

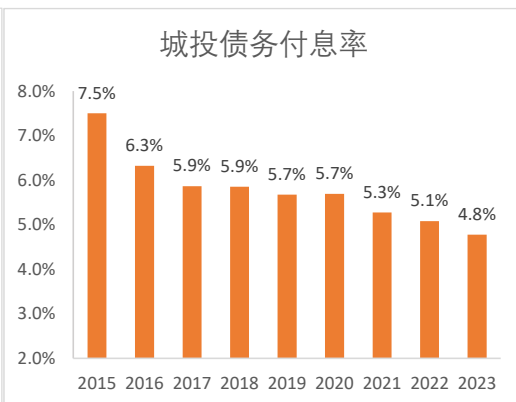


图 24: 城投债务付息率

数据来源: WIND, 作者计算



即便如此，在以下两方面因素的作用下，地方平台公司偿还债务压力不降反增。一是地方平台公司息税前盈利增长放缓，息税前盈利与利息支出的差距进一步放大。平台公司持有的主要是土地、房产等重资产，近年来总需求不足环境下，平台公司资产销售收入和租金收入都受到显著负面影响，平台公司息税前盈利增速显著放缓。尽管债务利息成本下降，但是平台公司息税前盈利与债务利息的缺口进一步放大。平台公司愈发依靠借新还旧才能偿还债务。二是平台公司融资性现金流下降。近年来在严控地方政府隐性债务的政策要求下，平台公司新增融资显著下降，平台公司利息支出与形成债务的比例从2018年之前的20%-30%提升至2023年的68%。一方面是平台公司内部的收支压力增加，另一方面是平台公司从外部融资的现金流下降，平台企业的偿债压力进一步增大。

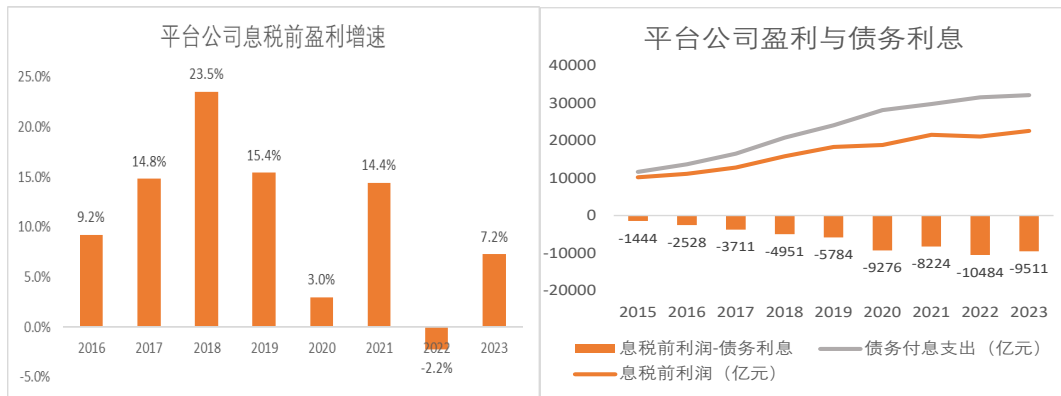


图 25: 平台公司息税前盈利增速

图 26: 平台公司盈利与债务付息

数据来源: WIND, 作者计算

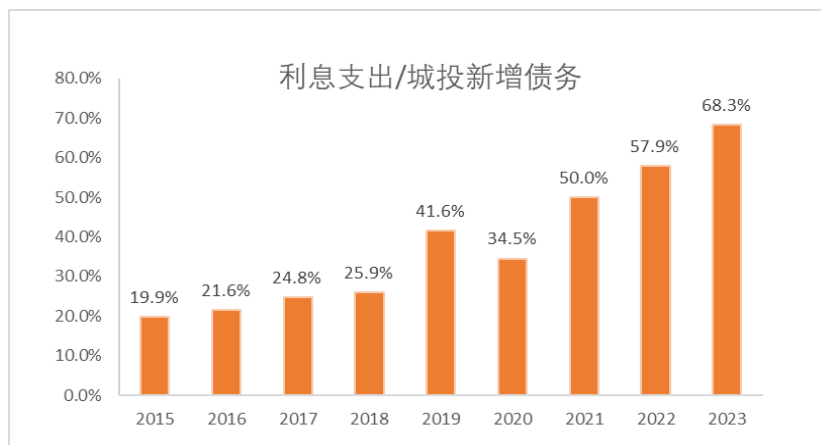


图 27: 城投利息支出/城投新增债务

数据来源: WIND, 作者计算

平台公司偿债能力下降的同时，为防范暴雷，地方政府不得不想办法，通过多种方式帮助平台企业：一是用预算内资金帮助平台企业；二是出售平台企业资产；三是降低平台企业



运营成本；四是尽可能地减少平台公司新增支出。这些举措放在个体来看合理，但是在当前私人部门需求乏力的环境下，这些措施会进一步压低支出水平和资产价格，形成公共部门和私人部门支出和收入下降的恶性循环。各个部门偿还债务都为此新增了压力。

(3) 居民部门债务风险

2023 年以来我国居民杠杆率基本稳定在 60%的水平，告别了过去十几年的上涨态势。2005-2020 年期间，我国居民部门杠杆率从 10%上升到了 60%，此后维持在这个水平。发达国家居民部门的平均杠杆率水平维持在 70%-75%的区间内。

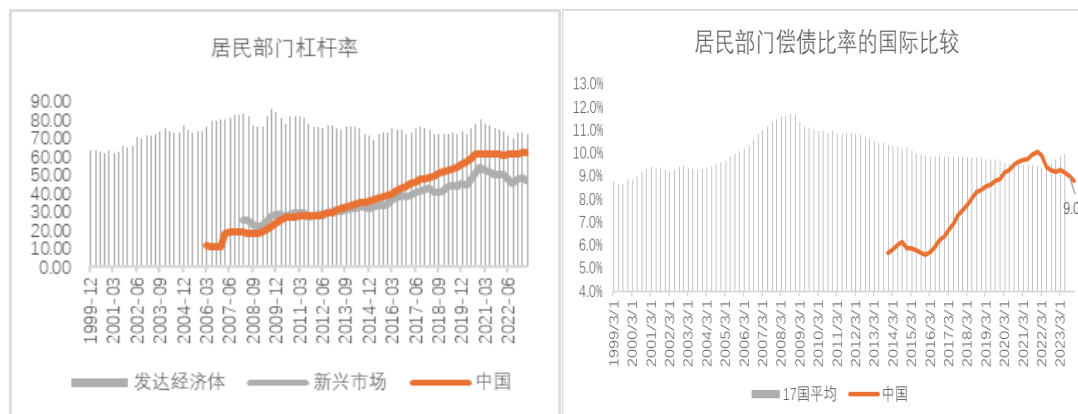


图 28：居民部门杠杆率国际比较

图 29：居民部门偿债比率的国际比较

数据来源：BIS，作者自行计算。其中，17 国包括奥地利、比利时、加拿大、德国、丹麦、西班牙、芬兰、法国、英国、意大利、日本、韩国、荷兰、挪威、葡萄牙、瑞典、美国。

债务率并非评价债务风险的合意指标，比债务率更适合评价居民部门债务风险的指标是偿债率。偿债率是偿还债务的利息除以收入，这个指标不仅考虑了债务规模还考虑了债务利息成本，以及可用于偿债的收入。按照 BIS 给出的公式和平均久期，我们测算了我国居民部门的偿债比率。受限于数据可得性，我国季度偿债比率是从 2014 年开始，在 2016-2021 年出现了持续且快速的上涨，主要驱动因素是我国居民贷款规模大幅上升。2022 年以后，我国居民的偿债比率开始下降，目前回到了 2019 年的水平，这其中既有央行下调贷款利率的影响，也有居民部门主动减少贷款的影响。截至 2023 年末我国偿债比率为 9%，低于同期 17 国的平均水平（9.9%）。此外，我国居民储蓄率普遍高于发达国家居民储蓄率，可用于偿还债务的收入更高。在估算我国季度居民可支配收入时，我们只纳入了工资和利息收入，并未包括转移支付部分。综合考虑以上因素，我国居民部门偿债能力远高于发达国家，债务风险处于相对较低水平。



(4) 非城投平台公司企业债务风险

非平台公司企业债务覆盖了众多行业,这里重点讨论三类企业的债务,一是房地产企业,二是制造业,三是小微企业。

房地产企业面临巨大债务风险。近年来,房地产企业的新增融资和销售收入大幅下降。不完全统计,合并了房地产开发新增贷款、房地产企业国内和国外债券新增融资以后的房地产新增债务融资从 2017-2019 年万亿规模降低至 2023 年的不足 1 千亿,加入上市房地产企业的股权融资以后,2023 年的房地产企业新增融资合计不超过 2 千亿。与此同时,房地产企业销售收入也在大幅下降,2023 年房地产销售收入只有 11.7 万亿,远低于高峰时期的 17-18 万亿。房地产企业的融资现金流和销售现金流合并以后,远低于房地产企业经营活动现金流支出,形成了房地产企业巨大的现金流漏洞,2023 年达到 1.7 万亿。考虑到房地产企业大部分商品房销售是预售收入,这些预售收入必须纳入预售资金监管账户不能被房地产企业使用,房地产企业面临的现金流缺口更大,房地产企业难以偿还债务的现象非常普遍。

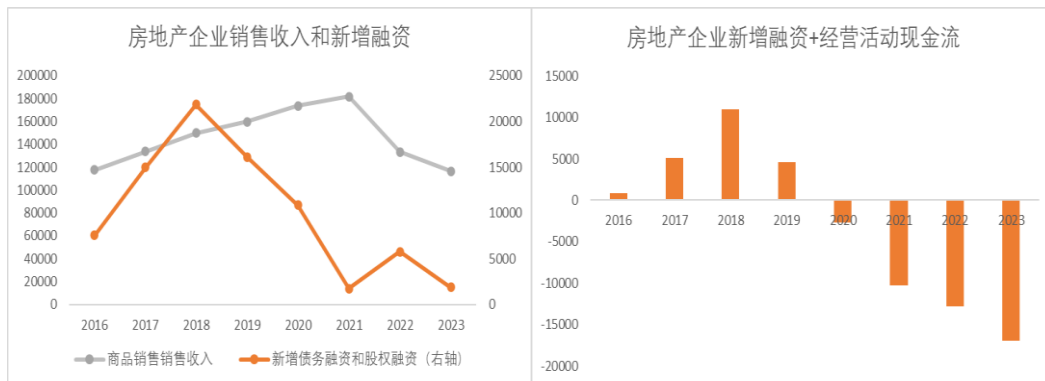


图 30: 房企销售收入和新增融资¹⁰



图 31: 房企新增融资+经营活动现金流

数据来源: WIND, 作者计算

近年来制造业新增贷款增长较快,相关的债务风险值得引起关注和重视。历史上看,制造业企业贷款不良率较高。根据金管局公布的数据(截至 2021 年),制造业的不良贷款比例都相较其他行业更高,2016-2021 年,制造业不良贷款比例要较总体不良率平均高出约 2.5 个百分点。比较而言,城投基建行业(基建三大行业汇总计算)的不良率长期很低,基本不超过 1%;房地产企业的不良率在 2021 年开始上升;其他企业(扣除制造业城投和房地产后,大部分就是服务业)的不良率仅次于制造业,高于总体不良率。

¹⁰ 新增融资包括: 1. 债务融资, 包括房地产开发贷款、境内债券、海外债券; 2. 股权融资, 统计上市房企的股权融资。

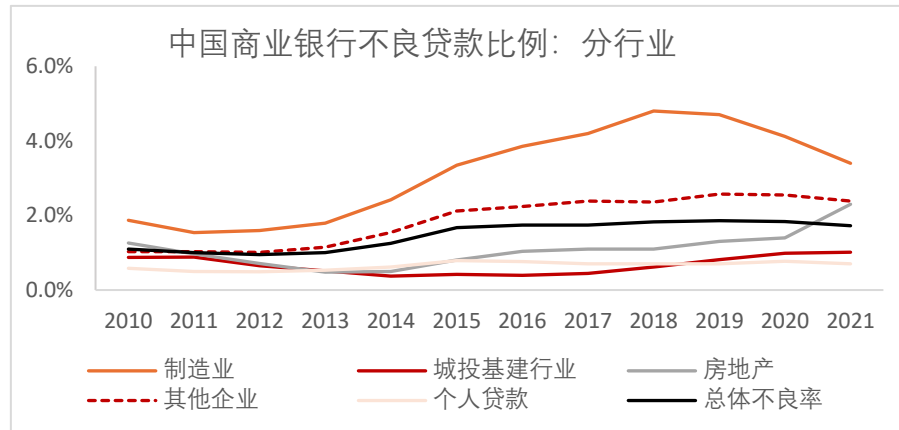


图 32：中国商业银行在各行业的不贷款比例

数据来源：WIND，作者计算

制造业的产能过剩会加剧行业现金流紧张，未来会对相关贷款的资产质量产生负面影响。当前我国部分制造业行业开始出现比较明显的产能过剩问题，造成产能过剩的直接原因是过去两年这些行业的投资规模大幅增加，并带动了产能的大幅扩张。我们利用国家统计局公布的工业增加值和产能利用率来倒推产能增速，结果如下表所示，2020-2023 年间有 5 个行业的产能扩张幅度超过 25%，其中电器机械及其他设备制造业的产能累计扩张了 53.4%，该行业就包含了光伏、新能源电池等产品。

表 3 2020 年以来主要制造业行业产能变化

行业	2020-2023年累计产能扩张	2020-2021	2022-2023
电气机械及器材制造业	53.40%	29.80%	18.20%
化学原料及化学制品制造业	30.60%	15.70%	12.90%
计算机、通信和其他电子设备制造业	26.80%	24.10%	2.10%
汽车制造业	25.80%	8.70%	15.80%
专用设备制造业	25.50%	21.50%	3.30%
通用设备制造业	19.80%	21.70%	-1.60%
化学纤维制造业	19.80%	11.30%	7.70%
有色金属冶炼及压延加工业	18.80%	6.10%	12.00%
医药制造业	18.10%	33.50%	-11.60%
黑色金属冶炼及压延加工业	14.30%	6.90%	6.90%
食品制造业	12.30%	11.10%	1.10%
非金属矿物制品业	-1.10%	10.40%	-10.40%
纺织业	-4.90%	3.50%	-8.20%

数据来源：wind，作者计算

相关领域的产能过剩至少在两方面产生了比较明显的影响，一是国内工业品价格持续走低，PPI 同比始终没有转正，二是不断积累贸易盈余加剧了国家之间的贸易摩擦，部分贸易



伙伴国家已经声称或正在进行贸易调查以抵制相关产品的进口。这两方面会直接对相关行业的利润率水平和现金流造成负面冲击，这些影响集中体现在工业企业营业收入和毛利率层面。2023 年以来，工业企业各部门的营业收入增速始终在 0 附近徘徊，而毛利率水平则保持在较低水平。如果不能在短期内尽快缓解相关行业面临的产能过剩问题，这些行业的现金流恶化似乎还会持续。这意味着银行贷款对应的资产创造现金流的能力在下降，相应地债务风险也会逐渐增加。

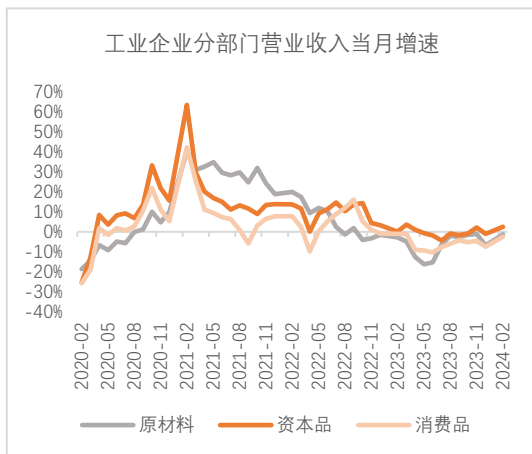


图 33：工业企业分部门营收增速

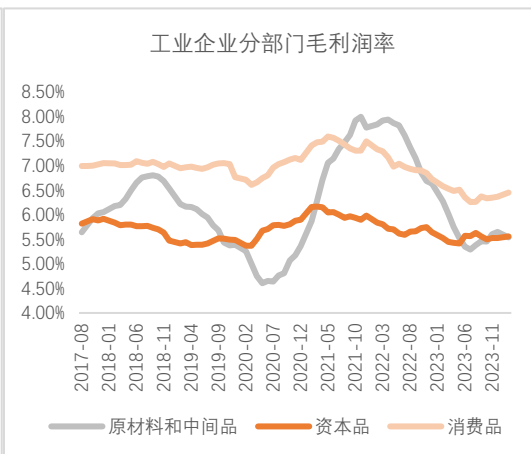


图 34：工业企业分部门毛利率

数据来源：wind，作者计算

小微企业也是不良资产的高发类型。小微企业的不良率没有直接公布的数据，但根据新闻报道，原银保监会曾披露：“2019 年我国普惠性小微企业贷款不良率 3.22%，比 2018 年下降近 1 个百分点”；“2022 年 4 月末银行业普惠型小微企业贷款不良率 2.18%”。这都是相对于同期总体不良率的较高水平。监管曾在《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》中要求“将普惠型小微企业贷款不良率容忍度放宽至不高于各项贷款不良率 3 个百分点”，这也侧面证明了普惠小微企业贷款的不良率普遍高于其他贷款。

四、如何平衡债务增长与债务风险

1、总量视角

从总量角度看，不能判定中国创造了过多债务。可以从两个角度看债务总量。一种角度是经济体中一部分居民、企业和政府对另外一部分居民、企业和政府欠了太多的债务。部分债务人或许承担过多债务，部分举债投资所形成的资产质量或许堪忧，这些都是结构性问题，



都不足以从总量上评价债务是不是太多。发达国家债权债务关系更复杂，债务杠杆率普遍高于发展中国家，并不能认为发达国家总体债务规模过度。

另一种角度是不看债务，而是看债务创造的金融资产，以及由此带来的全社会购买力提升。如果债务创造了过度的金融资产和全社会购买力，则会带来过度的需求和通货膨胀压力。这可以作为评价是不是创造过多债务的一个直接标准。从这个标准来看，中国并没有创造过多债务。

债务杠杆率不适合用于评价债务风险。债务杠杆率是债务规模与收入之比。衡量偿还债务的能力，除了看债务规模，还应该看债务利息成本和期限结构。除了看收入，还应该看多少收入用于消费，多少可以用于偿还债务。同样的债务杠杆率下，偿债能力可以有巨大差别，仅仅依靠债务杠杆率并不适合用于评价债务风险。

合意的总量债务增速应该与实现 2%的核心通胀目标相匹配。一般认为，2%的核心通胀对应着总供给与总需求的基本平衡，对应着经济靠近潜在经济增长速度。总量债务增速对应着相应的金融资产增速，对应着全社会购买力增速和总需求增速。合意的总量债务增速应该是总需求增长与总供给相匹配。货币政策当局最新的表述提出“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，这个表述其实也是把债务增长增速锚定在实现合理物价水平和经济增速。

降低杠杆率和债务负担的出路在于低利率和通货膨胀。通过收紧货币政策、压降债务规模，不能降低杠杆率和负债方的债务负担，这些手段压低了债务人的收入、压低了价格水平并以此提高了真实债务负担，债务杠杆率不降反升，真实债务负担更加严重。朱鹤和郭凯（2023）在《降杠杆也许需要（低息）加杠杆》¹¹一文中，结合中国情况动态模拟了债务创造 GDP 效率、通胀、利率与宏观杠杆率的关系，基本结论是债务创造 GDP 的效率越高，稳态的宏观杠杆率越低；通胀水平越高，稳态的杠杆率越低；利率越低，稳态的杠杆率越低。在宏观杠杆率为 290%，创造 1 单位 GDP 需要 2.6 单位债务的初始条件下，名义利率下降 1 个百分点，带来杠杆率的显著下降，在第 10 期的时候会导致杠杆率下降 20-25 个百分点；通胀上升 1 个百分点，在第 10 期的时候会导致杠杆率下降 7 个百分点。

总量债务增长中，政府占据较高比例且应该平衡私人部门债务波动。从发达国家的经验

¹¹ CF40 研究·简报，2023 年 7 月



来看，完全依靠私人部门创造的债务远不足以支撑全社会购买力的增长，不足以支撑储蓄向投资的充分转换。发达国家政府创造的债务占据了全社会新增债务的41%，由此带来的金融资产创造和购买力增长是总需求增长的重要支撑。当私人部门投资和消费意愿低，意愿储蓄大于计划投资的时候，政府部门应该增加举债和支出；当私人部门投资和消费意愿高，意愿储蓄小于计划投资的时候，政府部门应该减少举债和支出。这样以来，政府举债支出就发挥了逆周期的作用，平衡了私人部门的支出变化，稳定总需求。

2、结构视角

分部门角度看，我国的居民部门和政府部门的偿债能力有保障，债务风险比较突出的是地方政府平台公司债务、房地产企业债务，以及需要关注的制造业和小微企业债务。

化解平台公司债务风险需要把握节奏，多管齐下。把握节奏，应该选择市场自发信贷增速较为旺盛的时期压降地方平台公司债务，这种时期地方政府有更充沛的财力还债，平台公司收入和资产价格处于有利环境，压降地方政府债务还能起到防止经济过热的作用。在市场自发信贷增速显著放缓的时期，地方政府财力相对拮据，压降地方政府债务不仅难度大，而且会形成政府支出下降和市场支出下降相互强化的恶性循环局面，压降债务会让地方经济陷入更加困难局面。这种时期内对待平台公司债务应该以延期为主，将保持必要的现金流、不暴雷作为工作重点。

多管齐下，是根据不同平台公司的业务情况采取有针对性的、差异化的应对措施，不搞一刀切。化解平台公司债务风险需要对平台公司划分类型，有些需要退出，有些需要兼并重组，有些需要业务转型，有些需要调整债务期限结构，有些需要置换更低成本的债务融资工具。平台公司普遍承担地方政府的工作任务目标，地方政府普遍借助平台公司推动地方经济工作，比如提供公共或者准公共基础设施、推动政府支持的产业发展等。拉长时间来看，化解地方政府债务风险还需要厘清政府和平台公司的边界，做好政企分离。

化解房地产企业债务风险需要宏观经济管理当局出面解决。当前房地产企业处于非常状态，一方面是房地产企业的融资现金流断崖式下降；另一方面是商品房销售收入剧烈下降且纳入监管债务的商品房预售收入难以用来偿还债务。依靠房地产企业自身的力量，或者是地方政府的力量，都不足以化解房地产企业连锁债务违约的风险。房地产企业债务风险已经是当前威胁我国宏观经济稳定最突出的风险，需要尽快采取解决措施。化解房地产企业债务



风险，需要宏观经济管理当局出面解决，一是通过政府信用背书、监管政策调整和对部分企业的重组，帮助房地产企业恢复正常融资渠道；二是通过取消限购，降低房贷利率、对首套房购房者采取优惠贷款利率，帮助开发商化解商住楼、车位等沉淀资产等措施提升房地产企业现金流。

尽早关注制造业和小微企业债务风险。部分制造业行业在前期贷款大量增加和产能快速提升的背景下，接下来可能会面临产能过剩和贷款不良率显著上升风险。在货币当局的政策支持下，小微企业目前的融资利率处于低位，但小微企业贷款的不良率较高，在目前需求不足环境下贷款不良率可能会进一步攀升。针对制造业和小微企业的贷款需要加强风险管控，避免这两个部门成为地方平台公司和房地产企业之后新的重大债务风险来源。