中诚信国际

宏观经济

专题研究

2020 年 8 月 4 日

信用宽松债务快速上行，下半年杠杆率增长有望放缓

——2020 年上半年宏观债务风险监测

联络人

作者

研究院　宏观金融研究部

袁海霞　010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

汪苑晖　010-66288847-281

yhwang@ccxi.com.cn

王秋凤　010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

相关报告：

内外三重压力不减，政策“两难”中求平衡，2020 年 7 月 27 日

下半年社融增速或边际放缓，但信用宽松总基调不改，2020 年 7 月 13 日

地方债发行推高融资，社融短期或有调整全年高增不改，2020 年 6 月 11 日。

政策支持社融维持高位，警惕资金“脱实向虚”，2020 年 5 月 12 日；

财政收入延续下滑，万亿专项债下达在即，2020 年 4 月 21 日；

GDP 首现负增长，对二季度经济不宜过分乐观，2020 年 4 月 17 日；

政策发力社融再创新高，应对疫情宽货币基调持续，2020 年 4 月 13 日；

疫情冲击下，宏观杠杆率被动攀升，2020 年 4 月 10 日；

疫情冲击企业盈利大幅回落，私营企业杠杆率首超国企，2020 年 4 月 3 日；

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性，2020 年 3 月 20 日；

社融虽有波动但不改平稳运行趋势，货币政策延续结构性宽松，2020 年 3 月 12 日；

地方债发力助推社融上升，疫情冲击下货币政策延续宽松，2020 年 2 月 21 日；

财政收支矛盾继续加大，疫情影响财政支出规模增加，2020 年 2 月 11 日；

疫情冲击加大企业盈利压力，私营企业杠杆率或被动攀升，2020 年 2 月 10 日。

概述

■ 疫情冲击信用扩张，上半年非金融部门与金融部门杠杆率均快速攀升

➢ **非金融部门总债务增速迅速上扬，杠杆率快速攀升。**截至 6 月底，非金融部门总债务达到 290 万亿元，同比增长 12.25%，较去年底加快 1.77 个百分点。**从债务结构看，**非金融企业部门债务占比仍超六成，但占比回落；居民部门债务占比下降；政府部门债务占比创 2017 年以来新高。**从杠杆率来看，**非金融部门总杠杆率为 285.6%，较去年底上升近 13 个百分点，其中非金融企业部门贡献近 8 个百分点，居民部门贡献 2 个百分点，政府部门贡献近 3 个百分点。

➢ **金融部门杠杆率波动上行。**截至 6 月底，金融部门总债务为 35.5 万亿元，同比增长 12.67%，较去年底加快 1.99 个百分点。**从内部结构来看，**金融债和外债占比均上升，非标严监管态势不改非标贷款占比回落。**从杠杆率来看，**金融部门杠杆率为 34.98%，较上年底上升 1.28 个百分点。

■ 非金融各部门债务风险解析：内部分化加剧，政府部门加杠杆明显

➢ **非金融企业部门债务是推动非金融部门总杠杆率上升的主要因素，但杠杆率增速放缓明显。**截至 6 月底，企业部门总债务达到 180 万亿元，同比增长 10.45%，较上年底加快 2.47 个百分点。**从内部结构来看，**信用债及银行贷款占比均较上年末小幅上升，非标、外债贷款占比均较上年底回落。**从杠杆率来看，**较去年底增加 7.8 个百分点至 177.6%。**分所有制看，**民营企业是今年来企业部门加杠杆的重要推动力。

➢ **“房住不炒”基调下居民部门债务增速同比回落，杠杆率平稳上行。**截至 6 月底，居民部门总债务为 64 万亿元，同比增长 13.82%，较去年底回落 1.38 个百分点。**从杠杆率来看，**较去年底增加 2 个百分点至 63.5%，同比增长 7%。

➢ **地方债持续发力快速推升政府部门杠杆，杠杆率增速居各部门之首。**截至 6 月底，政府部门总债务（显性）为 45.24 万亿元，同比增长 16.74%，较上年底加快 2.42 个百分点。**从内部结构看，**专项债放量背景下地方政府债务占比明显提升。**从杠杆率来看，**政府部门杠杆率（显性债务）较去年底增加 2.8 个百分点至 44.5%，同比增长 9.8%。逆周期调控下城投债发行创新高，隐性债务回落放缓，考虑隐性债务的政府部门总债务达到 89.9 万亿元，同比增长 12.01%，考虑隐性债务后的杠杆率明显高于仅考虑显性债务的杠杆率。

■ 下半年宏观杠杆走势模拟与预测：宏观杠杆增速或逐步趋缓

➢ 下半年宏观杠杆走势可能存在以下两种情境：（1）经济延续复苏态势，信用宽松或边际趋缓，宏观杠杆率增长趋缓；（2）疫情反复经济下行再度加大，信用宽松力度加大，宏观杠杆增长再度加快。我们更倾向第（1）种情境。在第（1）种情境下，非金融部门债务或接近 300 万亿元，同比增长 10.7%，增速与去年基本持平但较上半年有所回落；宏观杠杆率或较上半年小幅攀升 2.2 个百分点至 287.8%，同比增长 5.4%。其中，非金融企业部门杠杆率增长或有望放缓；居民部门杠杆率延续平缓上升；政府部门杠杆增长或继续加速。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。