



执笔人：张斌

研究团队：张斌 邓欢 何晓贝

景气周期下半场

要点：

■ 运行环境：外部经济景气程度上升，国内货币条件收紧，财政政策积极

- 外部经济景气程度回升。全球制造业 PMI 和主要经济体出口持续回暖。大宗商品上涨势头趋稳。全球金融市场运行平稳，股市普涨，长端利率普遍上行，新兴市场货币升值。
- 货币政策从稳健偏宽松转向稳健中性。一方面是信贷需求相对旺盛，另一方面是利率中枢向上调整、MPA 考核再加上新监管措施出台，银行间市场利率和交易所利率上行且伴随更大波动，中小金融机构和非金融机构资金面紧张。
- 财政收支增速明显加快。工业品价格上升、工业企业经济效益改善、进口大幅增加等因素带动了财政收支增速加快。财政支出和政府性支出增速的加快能够在货币政策趋紧的条件下对经济增长提供支持。

■ 运行特点：景气周期下半场

- 房地产和汽车为代表的周期类行业销售在去年下半年跨过本轮景气周期高点。
- 价格类指标经历了一年多的攀升后，正在从增速高点回落。
- 生产方正迈向本轮景气最高点，生产、投资、盈利以及劳动力均处于高位。

■ 未来展望：未来 1-2 个季度，经济增长动能减弱但仍处于景气阶段

- 未来 1-2 个季度经济增长动能下降，但仍将处于景气周期下半场。房地产投资增速回落，基建投资扩张余地有限，出口持续好转。
- 制造业升级和进口替代仍是亮点。

■ 专题报告：经济运行风险评估与应对

- 居民部门债务、政府直接债务、私人企业债务偿付能力有保障。地方政府或有债务和国有企业债务偿付能力较差，且面临更高的流动性风险，大量非银机构和商业银行也身陷其中。



- 政府目前有充裕能力确保近期不发生金融危机。情景模拟显示，如果地方政府或有债务和国有企业债务在 2017-2025 年期间分别保持 15%和 20%的增速，政府仅依靠不会引发通胀的铸币税收入就以偿还这些债务产生的利息，从而避免流动性危机。
- 需要担心的主要问题不是爆发金融危机，而是经济发展焦虑症，后者对资源配置和中长期经济增长的负面影响更大。
- 应对措施是通过基础设施投融资体制改革、国企改革和金融监管改革化解风险，通过减少政府不当干预增强市场自身的风险化解能力。



• 全球经济景气程度持续改善

摩根大通全球综合 PMI 继续保持上升势头,2017 年 1 季度月均值达到 53.7, 好于上个季度的 53.4。主要发达经济体和新兴市场经济体均有显著改善。全球贸易也在持续回暖。

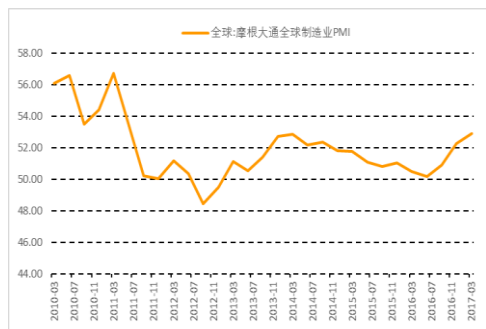


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

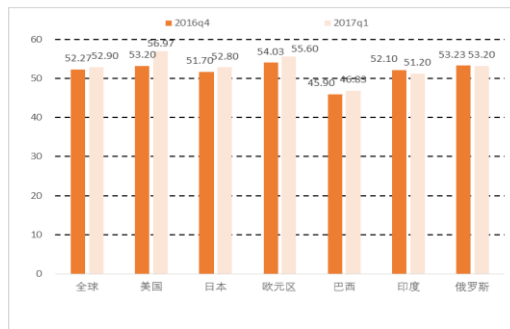


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

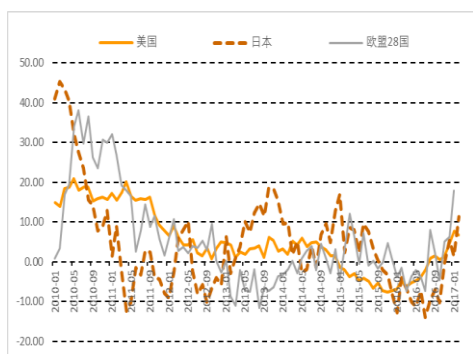


图 3 主要发达经济体出口同比增速

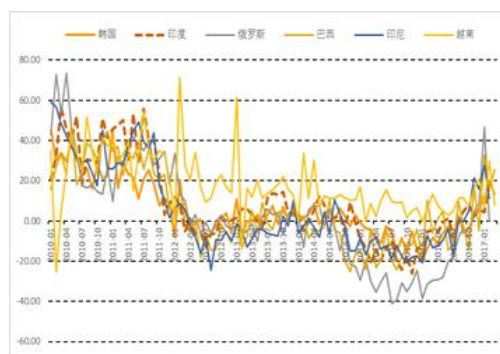


图 4 主要新兴市场出口同比增速

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

大宗商品价格上涨势头有所缓和。2017 年 1 季度 CRB 大宗商品价格较上季度上涨 2.1%，在经历了 1 年的快速上涨后涨幅收窄并有走稳迹象。上季度 OPEC 达成减产协议后，OPEC 产油量下降，但这部分市场份额被非 OPEC 国家趁机获取，主要体现在美国、俄罗斯等国的产油量和出口量大幅增长，使得供应端保持平稳。随着油价升至 50 美元上方的成本线，美国大量页岩油生产商复工。美国的活跃石油钻井机数刷新 2015 年 9 月以来新高，也比去年同期高出 84%。美国的石油净进口量一季度明显下降，商业原油库存也连续多月正增长。

全球金融市场运行平稳，股市普涨，长端利率普遍上行，新兴市场货币升值。全球股市向好，美国股市 1 季度相比上季度平均涨幅超过 6%，法国德国股市涨



幅超过 9%，日本股市涨幅也接近 8%，巴西股市创下近五年来新高，印度股市也几乎追平多年来的峰值。对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。新兴大国除中国外，其他国家随国际金融环境趋向稳定，短期拆借利率有所下行。美联储升息直接带动美元 LIBOR 上升，欧央行和日本市场拆借利率小幅上行，全球长债市场收益率整体上行。

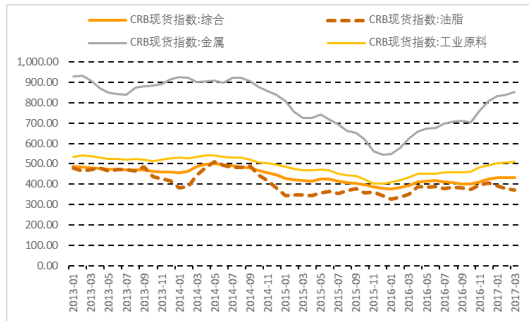


图 5 CRB 大宗商品价格指数

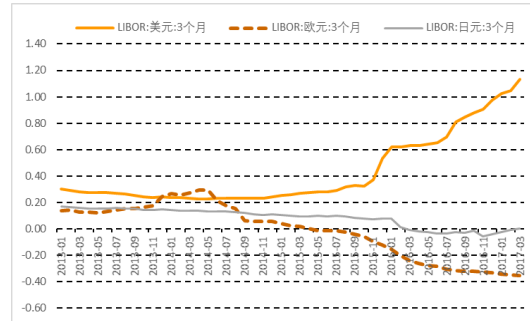


图 6 主要货币的银行间市场利率

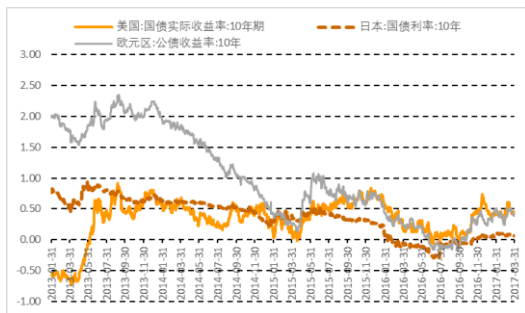


图 7 主要经济体十年期国债利率

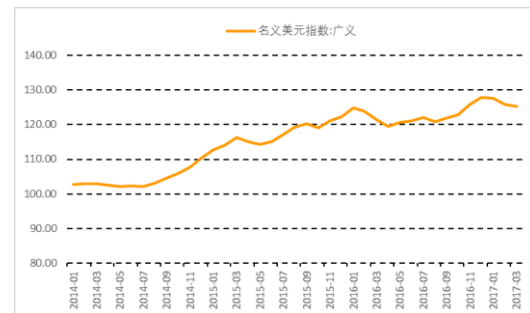


图 8 名义美元指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

全球经济改善有两种流行解释：一种强调中国周期性行业上升带动全球大宗商品价格回升和全球制造业回升，进而带动全球经济上升；另一种则强调美国消费持续稳健复苏带动全球经济增长。比较而言，前者更有说服力。从时间顺序上看，中国房地产行业的周期性反弹，中国制造业 PMI 回升和全球制造业 PMI 回升保持着时间顺序上的先后关系。格兰杰因果关系检验的结果表明，中国 70 大城市新建住房价格增速是中国制造业 PMI 的格兰杰原因，中国制造业 PMI 是全球制造业 PMI 的格兰杰原因。与此相对照，美国 2016 年的私人部门消费和投资不变价格增速（2.74%，-1.55%）都显著低于 2014-2015 年（平均 3.02%和 4.26%），美国制造业 PMI 在 2016 年的显著上升更多受到国际市场而非其国内市场影响。



得益于全球经济环境改善，中国对外贸易持续回暖。2017年1季度，中国海关数据显示以美元计¹中国出口同比增长8.3%，较上季度-5.2%的增速大幅回升13.5个百分点，延续了去年4季度以来出口回稳向好的走势。相较上季度，分地区看，1季度出口好转主要来自香港和韩国。其中，中国对香港出口下降4.4%，降幅较上季度收窄16.3个百分点；对韩国出口增长12.2%，较上季度回升16.9个百分点²。1季度，中国对美国出口增长7.8%，较上季度上升了5.8个百分点；中国对欧盟、东盟和日本出口增速分别为4.8%、4.6%和4.3%，分别较上季度好转约8.0、7.0和6.7个百分点。分产品看，1季度出口增长近36%的贡献来自机电产品³，其出口同比增长5.1%，较上季度回升10.6个百分点；七大类传统劳动密集型产品出口同比下降1.0%，降幅较上季度收窄4.2个百分点。中国进口增速继续显著上升。1季度，以美元计价的进口同比增长24.1%，较上季度的2.5%大幅回升21.6个百分点，继续保持2016年2季度以来逐季回暖的走势。进口大幅上涨主要受到了内需继续好转和全球大宗商品价格上涨的影响。

国内货币政策收紧，财政政策积极

货币政策从稳健偏宽松到稳健中性，虽然央行并没有调整存贷款基准利率，但货币政策收紧的意图已经非常明显。初具形态的利率走廊当中，利率走廊上限SLF分别于2月3日和3月16日两次上调，MLF也分别于1月24日和3月16日两次上调。央行重点关注的7天存款类机构质押式回购利率（DR007）震荡上行。

央行引导的利率中枢上行背景下，银行间市场回购加权利率（R007）和交易所回购定盘利率（FRGC007）也在上行，更突出的特点是震荡幅度显著加大。银行间市场利率和交易所利率覆盖了更广泛的市场交易者，利率大幅震荡上行的原因是表外理财被纳入MPA考核，部分银行被迫减少资金融出，压缩资产规模，并由此带来资金市场紧张局面。

¹ 除非特别注明，下文的贸易数据均为中国海关提供，来自CEIC数据库，单位是美元，增速为同比增速。

² 2016年4季度中国对香港出口下降20.7%，降幅很大，受到了2015年4季度虚假出口高报的拖累。

³ 这里产品分类为机电产品、七大类传统劳动密集型产品、其他产品三大类。2016年4季度，这三类产品占总出口比例依次为58.8%、19.7%和21.4%。

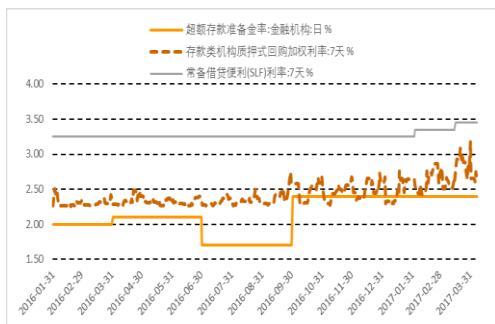


图9 利率走廊

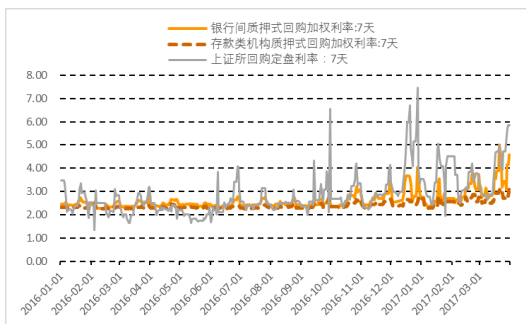


图10 银行间市场利率和交易所利率

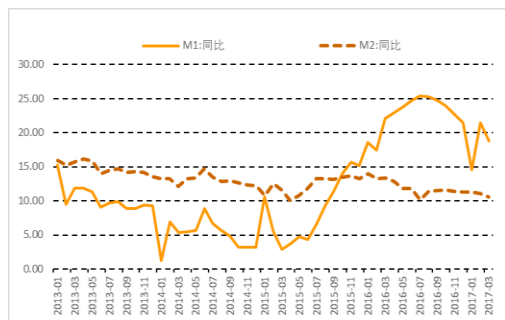


图11 M1与M2

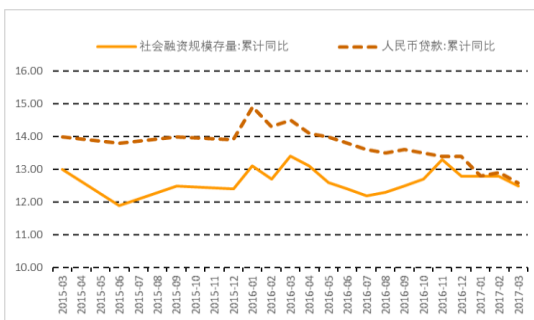


图12 社会融资总额和人民币贷款

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

人民币小幅反弹。人民币/美元汇率从上季度末的 6.95 升值到 1 季度末的 6.89，人民币篮子汇率指数（CFETS）从上季度末的 94.83 下降到 1 季度末的 92.93。人民币汇率贬值预期逐步弱化，市场主体结汇意愿逐步回升。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，银行代客结售汇逆差从 431 亿美元下降到 101 亿美元；银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 47% 上升至 49%；银行代客售汇占银行涉外总支出从 61% 降至 54%。

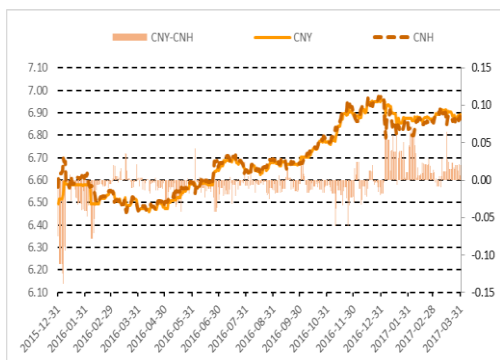


图13 在岸与离岸汇率

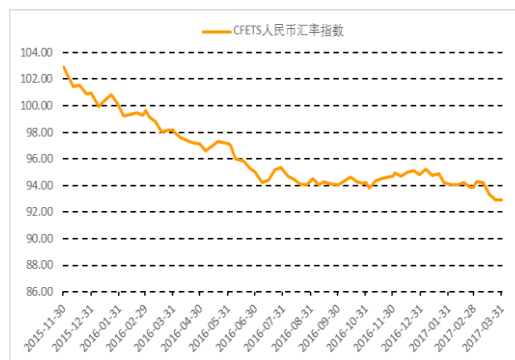


图14 人民币篮子汇率

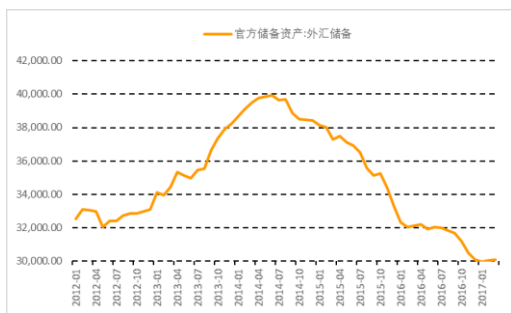


图 15 外汇储备

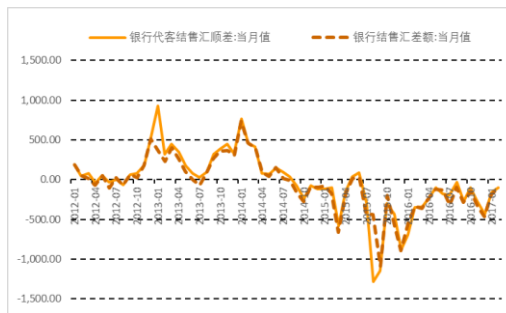


图 16 结售汇差额

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

财政收支增速明显加快。1 季度，公共财政收入和支出增速平均为 13.3%和 20.6%，分别较上个季度上升了 12.6 和 25.2 个百分点。政府基金性收入和支出仍保持了上升势头，截止 2 月底，政府基金累计收入和支出增速为 27.5%和 18.6%，分别较上个季度末上升了 15.6 和 6.9 个百分点。1 季度工业品价格上涨、工业企业经济效益改善、进口大幅增加等因素带动了财政收入的快速增长，随着经济进入景气周期下半场，1 季度的财政收支高速增长不具备可持续性。

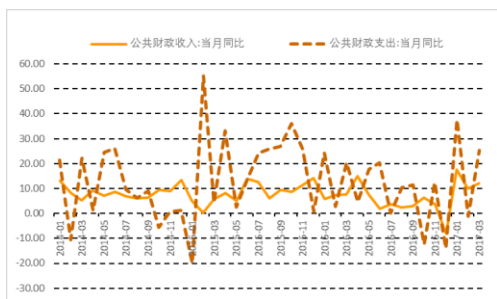


图 17 公共财政支出和收入

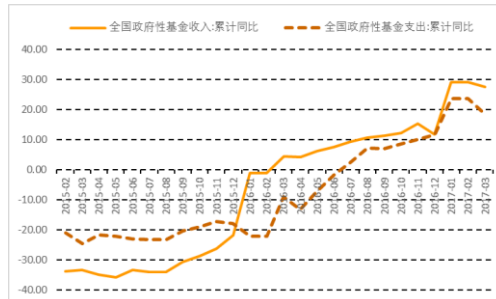


图 18 政府性基金支出和收入

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

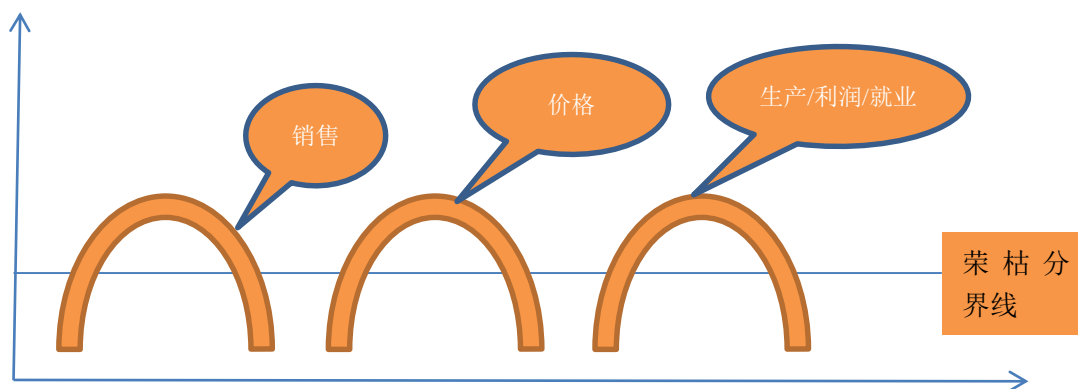
景气周期下半场

中国经济过去十多年运行中存在显著的、历时平均 40 个月的经济短周期现象，这个现象背后的原因是以房地产为代表的周期性行业涨落与货币和信贷政策松紧形成的互动机制（对这个问题有兴趣的读者欢迎参阅前期报告“发现中国经济短周期”）。2017 年 1 季度的宏观经济运行处于从景气周期高点迈入景气周期下半场的阶段，具体表现是周期性较强行业



的销售增速已经跨过高点但仍处于较高水平；前期销售上涨带动的价格加速上涨刚刚触顶回落，价格增速开始从快涨转为慢涨；生产端得益于前期的销售和价格上涨，生产积极性相对高涨，利润创新高，投资意愿改善，雇佣劳动力意愿也在提高。

示意图 进入景气周期下半场



周期性行业需求增速在 2 个季度以前跨过从本轮周期高点。房地产和汽车是周期性特征最显著的两个行业。商品房销售面积和汽车类销售额增速在本轮周期的低点分别是 2015 年的 1 季度和 2 季度，经过 1 年多时间的持续增长后，二者分别在 2016 年的 2 季度和 3 季度达到本轮周期最高点，此后销售增速开始下滑。

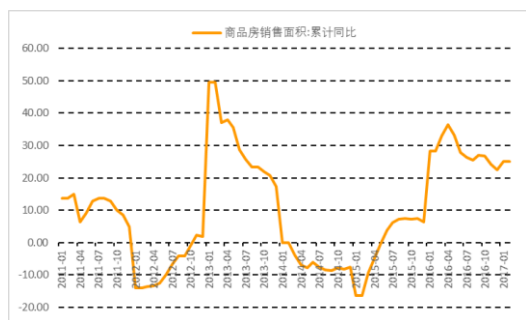


图 19 商品房销售面积

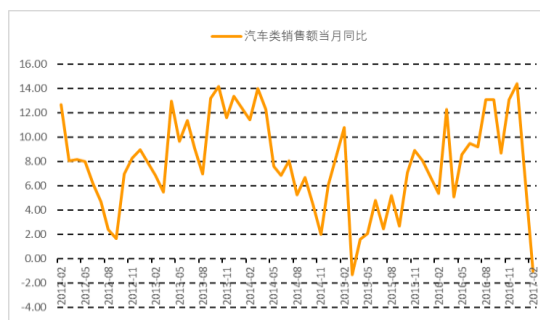


图 20 汽车类销售

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

价格类指标刚刚跨过周期高点。得益于销售上涨，价格上涨紧跟其后。70 个大中城市新建住宅价格同比增速在本轮周期的低点是 2015 年 4 月（-6.3%），此后持续上涨至 2016 年 12 月（10.5%），目前在缓慢下降。PPI 和商品期货南华综合指数于 2015 年 4 季度达到本轮周期低点，此后开始了历时一年多的持续上涨；PPI 和商品期货南华综合指数在 2017 年 2



月达到高点后开始回落。3 月份 PPI 较 2 月下降 0.2 个百分点，3 月商品期货南华综合指数较 2 月下降 2.79%。CPI 当中，非食品类 CPI 本轮周期的低点是 2015 年初，此后持续上涨至 2016 年底，目前也开始企稳。

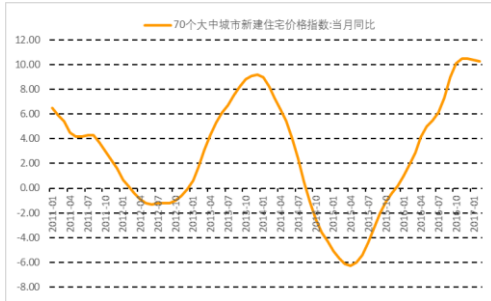


图 21 70 个大中城市新建住宅价格同比增速

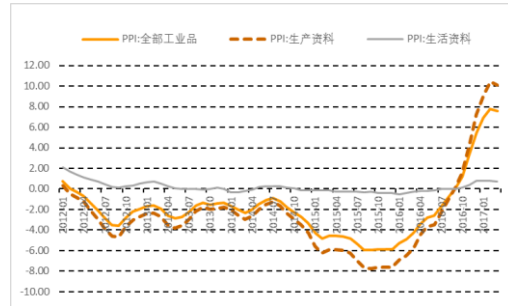


图 22 PPI 和分项

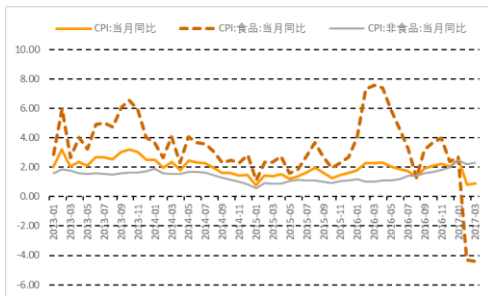


图 23 CPI 和分项

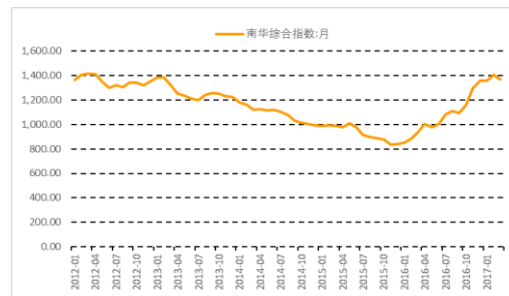


图 24 南华综合指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

生产端处于本轮周期高点。PMI 指数来看本轮经济周期的低点是 2015 年底到 2016 年初，此后持续回升，2017 年 1 季度制造业 PMI、商务活动 PMI 和服务业 PMI 月均值分别达到 51.6、54.6 和 53.6，均是近三年来的高点。从克强指数⁴看，从 2015 年 9 月的低点 0.18 一路上升到 2017 年 3 月的 20.54，达到过去 6 年来的最高水平。

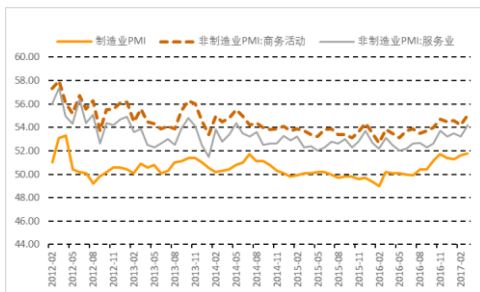


图 25 制造业、商务活动和服务业 PMI

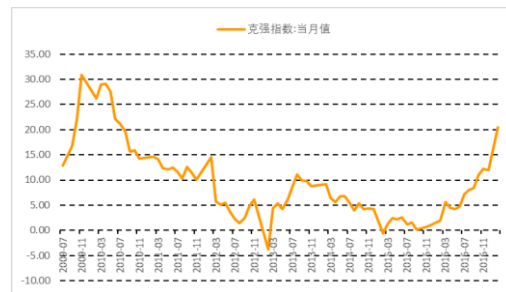


图 26 克强指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

⁴克强指数=工业用电量增速×40% + 中长期贷款余额增速×35% + 铁路货运量增速×25%。



1 季度工业企业增加值增速为 7.6%，比去年全年加快 1.3 个百分点。工业企业利润也继续回升，1-2 月累计同比增长 31.5%。其中，国有及国有控股工业企业利润回升最显著（同比增长 100.2%）；外资及港澳台企业、股份制工业企业以及私人工业企业利润也都有不同程度回升。

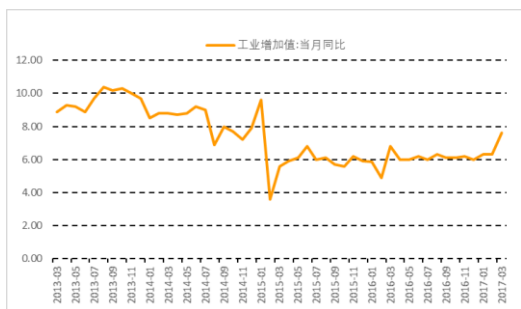


图 27 工业企业增加值当月同比

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

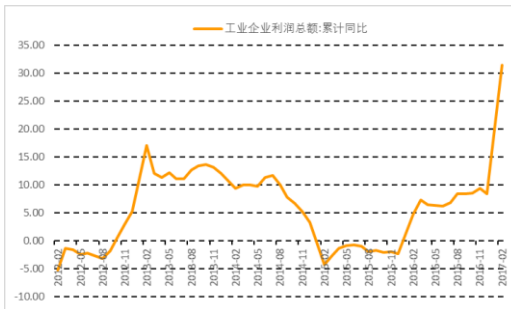


图 28 工业企业利润总额同比增速

固定资产投资小幅攀升。 1 季度固定资产投资同比增速为 9.2%，制造业投资同比增速为 5.8%，基础设施投资同比增长 18.7%，。房地产开发投资同比增长 9.1%，新开工面积同比增长 11.6%。将趋势项去掉后，发现固定资产投资的周期性部分已经接近本轮周期的高点。

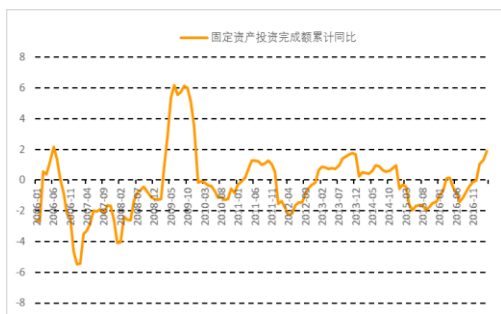


图 29 固定资产投资（经过 HP 滤波调整）

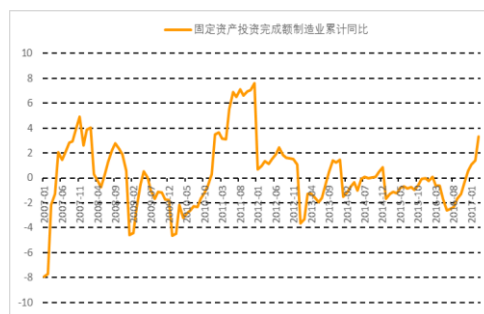


图 30 固定资产投资：制造业（经过 HP 滤波调整）

整)

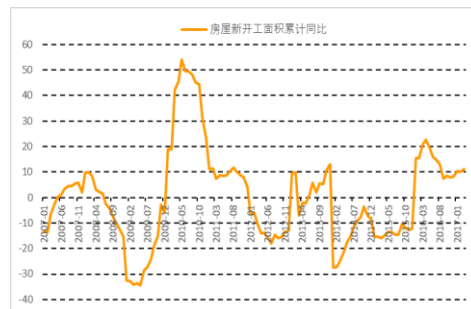
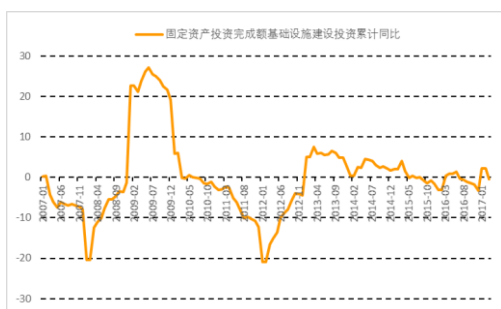




图 31 固定资产投资：基础设施建设（经过 HP 滤波调整） 图 32 房屋新开工面积（经过 HP 滤波调整）

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

就业市场继续改善。制造业和非制造业的 PMI 从业人员指数都延续了去年以来的持续回暖势头。3 月份制造业 PMI 从业人员指数达到 50，这是 2012 年 5 月份以来的最高值。服务业 PMI 从业人员指数较上个季度轻微下调，但从趋势上看处于上升通道中的震荡调整。全国劳动力市场求人倍率自 2016 年下半年以来持续改善，目前处于 1.13。

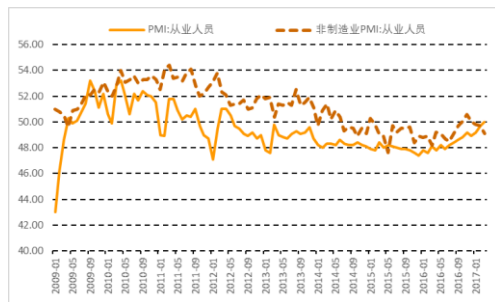


图 33 制造业与非制造业 PMI：从业人员

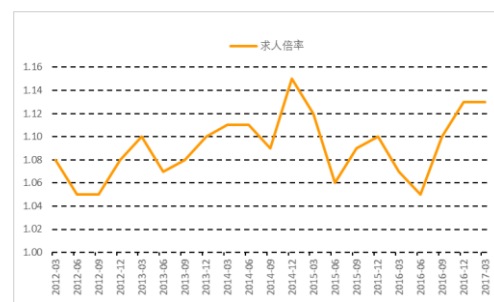


图 34 求人倍率

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

经济运行展望

未来 1-2 季度，经济运行仍有望处于景气下半场阶段。房地产和汽车销售均显示出明确的周期性下行调整趋势。从过去几轮下行规律来看，下行周期历时 6-8 个季度，目前仍处于下行的初期。未来 1-2 个季度，多数宏观经济指标增速虽然下降但还不会陷入负增长，生产、企业盈利、投资和劳动力市场仍能保持较好动能。

基建投资大幅扩张余地有限。基建投资自 2013 年以来保持高位缓慢下降的趋势，期间并没有在总需求下降、经济增长面临较大压力时大幅上升。这反映了宏观当局不希望通过大规模刺激措施保增长的基本思路。从资金来源看，随着经济下行带来的土地销售收入和税收增速下降，以及货币当局偏紧的货币政策和加强金融监管的政策环境下，能够维持目前 17-20%区间的基建增速已属不易。

出口持续好转但空间不大。如果没有意外力量打断 2015 年中期以来的全球经济景气程度抬升和出口回升趋势，中国未来 1-2 个季度也将面临持续改善的出



口环境，2017 年出口增速迎来显著反弹。考虑到本轮全球经济景气程度改善很大程度上来自中国经济当中的周期性行业反弹，随着中国周期性行业的向下调整，全球经济活力也将因此下降。出口虽然改善但是持续的时间和空间有限。出口面临的主要不确定性来自地缘政治冲突和特朗普针对中国的贸易政策。

供给侧的亮点是制造业升级和进口替代。中国的制造业正在经历快速的产业升级和效率提升进程，制造业升级的重点内容在于进口替代或者国外品牌替代。与此相关的证据包括以下几个方面：1，研发投入和专利发明数量的大量增加；2，中国单位出口产品中的附加值率上升，上升主要来自进口中间品替代⁵；3，国内行业兼并重组加剧，高效率企业占据更高市场份额；4，手机、汽车等代表性制造业产品的自主品牌市场份额快速上升。

⁵ 有兴趣的读者欢迎参阅我们的报告“从贸易数据看中国制造业升级”。



专题报告：经济运行风险评估与应对

近年来中国经济增速稳中有降，杠杆率快速上升。从国际经验来看，杠杆率快速上升是经济运行风险进一步积累的重要标志，是引发金融危机的导火索。结合中国近几年的情况来看，某些部门的杠杆率快速上升的背后隐藏着不合理的资源配置格局，为未来实体经济和金融体系健康发展埋下了隐患。

党中央和政府高度重视经济运行中的各种风险，在化解风险、优化资源配置格局的政策初衷下，有针对性地采取了合理限制融资扩张规模、规范融资手段、降低融资成本、完善金融监管等一系列重要政策措施。时至今日，杠杆率快速上升的局面得以遏止，融资的规范性和透明度显著改善。不过，对于中国经济社会发展的主要风险，还有很多重要的认识有待澄清，一些深层次问题有待解决。

本报告立足于企业、居民、政府和金融机构四大部门的运行情况，分析中国经济存在的主要风险，特别是债务风险，以及未来可能的演进路径。在此基础上，报告提出了防范风险和增强风险抵御能力的基本思路和政策措施。报告的主要发现和结论如下：

1，中国的非金融部门债务自 2008 年以来快速增长，债务/GDP 之比从 2008 年 150% 上涨到 2016 年的 278%，已经接近发达国家平均水平 281%。债务/GDP 之比上涨过程当中有合理部分，也有不合理部分。不具有偿还能力的债务增长是未来经济运行中的重大风险来源。

2，分部门来看，居民部门债务、政府直接债务、私人企业债务偿付能力有保障；地方政府或有债务和国有企业债务偿付能力较差，且面临更高的流动性风险。地方政府或有债务和国有企业债务快速扩张对接着银行表外业务扩张和非银行金融部门扩张。一旦地方政府或有债务大面积违约，随之而来的是大量非银机构破产，商业银行也会面临严重损失和倒闭风险。

3，政府目前有充裕能力确保近期不发生金融危机。情景模拟显示，地方政府或有债务和国有企业债务在 2017-2025 年期间保持 15% 和 20% 增速，政府仅依靠不会引发通胀的铸币税收入足以偿还这些债务产生的利息，从而避免流动性危机。

4，需要担心的主要问题不是爆发金融危机，而是经济发展焦虑症。如果偿



付能力差的地方政府项目和国有企业不能退出甚至继续扩张，将带来一系列恶果：第一，投资效率下降和资源配置扭曲，整体经济运行效率和增长活力逐渐丧失；第二，经济运行更加脆弱，大量事实上资不抵债的企业和项目的存在使得国内外投资者信心严重恶化，同时还助长金融部门投机行为并积累更大的风险；第三，收入分配恶化，金融投机大获其利，居民部门最终买单。

5，前期政策对于降低经济运行的表层风险已经发挥了一些作用，但是深层次的矛盾和问题还没有解决。防风险的具体内容如下：政府建设项目的投融资体制改革，重点内容是建立对地方政府投资项目的外部监督和约束机制，这需要落实在相关机构的职能调整；加强和完善金融体系的风险监管，重点内容是非银行金融机构的风险管理，这需要落实在金融监管机构合理、明确的责任和权利分配；逐步推进国有企业改革，重点内容是确保僵尸国有企业债务窟窿不再进一步放大。

6，增强风险抵抗能力的主要工作是完善市场机制建设，充分发挥市场自身的风险化解能力。市场自身不能化解所有的风险，但是借助市场自身力量化解的风险越多，风险残留越低，政府应对风险的能力就越强。政府要坚守的是底线，当且仅当市场严重失灵（比如严重的流动性危机）且对就业带来可预计的显著负面影响的时候，政府才需要果断出手。除此以外，政府应尽可能保留实力，尽可能地让市场自身力量化解风险，更不要因为政府干预而增加新的风险。

政府部门

广义政府债务包括直接负债和或有负债。其中，直接负债是指在任何情况下都会发生的政府债务，无论存在或者不存在法定或是合同规定的责任，当债务到期时政府都具有清偿义务。或有负债是指在特定情况下才会发生的政府债务，无论存在或者不存在法定或是合同规定的责任，当债务到期时政府都具有清偿义务。2016年中国政府广义政府债务49.2万亿，与GDP之比达到66.1%。

政府直接负债包括中央和地方政府直接债务。2016年中央与地方直接债务合计29.2万亿，与GDP之比达到39.2%。中央政府债务包括国债、国际金融组织和外国政府贷款、中央政府偿付金融机构债务，以及部分政府部门及所属单位举借的债务。中央政府2016年直接债务存量累计12万亿，与GDP之比为16.1%。地方政府直接债务包括一般债务和专项债务两部分，一般债务是指没有对应财政



收入来源的债务，主要以一般公共预算收入偿还；专项债务是指有对应经营性收益或制度性收入来源项目的债务，以对应的政府性基金或专项收入偿还。2016 年地方政府一般债务和专项债务余额的预算限额分别为 10.7 万亿元和 6.5 亿元，合计 17.2 万亿，与 GDP 之比达到 23.1%。

政府或有负债同样包括了中央和地方的或有债务。2016 年中央与地方或有债务合计 20 万亿，与 GDP 之比达到 26.9%。中央或有债务包括了四大资产管理公司（AMC）在国有银行改革过程中遗留债务约 0.54 万亿元，原有铁路部门负债 4.5 万亿，合计 5 万亿，与 GDP 之比 6.7%。地方政府或有债务包括地方政府融资平台存量债务（11.6 万亿）、政策性银行的金融专项债（1.8 万亿）及 PPP 项目中负有连带责任的债务（1.6 万亿）。地方政府或有债务 2016 年合计约 15 万亿，与 GDP 之比 20.2%。

广义政府债务增长主要来自地方政府债务增长。中央政府债务增速与 GDP 增速大致持平，中央政府债务与 GDP 之比多年来一直保持在相对稳定的 16%。地方政府债务增长远快于中央政府债务增长。2010 年地方政府直接和或有债务占政府广义债务 53%，2016 年这一比例上升到 65%。

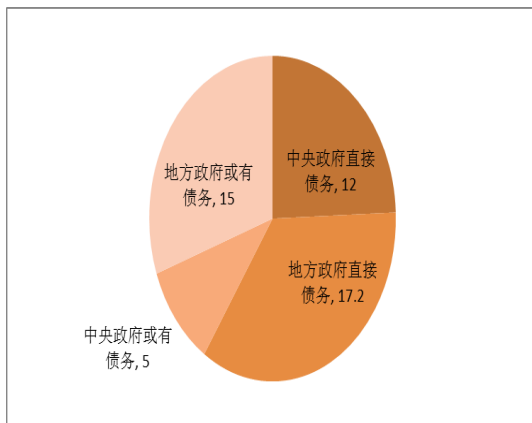


图 35 政府债务分布

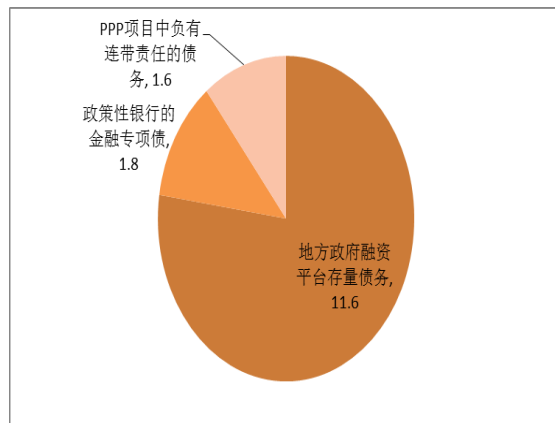


图 36 地方政府债务分布

数据来源：作者整理得到

2016 年政府直接债务 29.2 万亿和广义债务 49.2 万亿，假定 4% 的利息负担，直接债务和广义债务利息分别为 1.17 万亿和 1.97 万亿，相应的利息保障倍数分别为 6.9 和 4.8 倍（财政收入减去一般公共服务、公共安全与国防外交，科教文卫和社会保障与就业三项构成的公共财政经常性支出，除以债务利息），偿付能力有保障。国际比较来看（2015 年），主要发达国家的广义政府负债率：日本高



达 237.9%，美国为 129.6%，英国为 116.6%，德国为 94.4%；发展中国家中巴西债务负担率为 66.5%，印度为 74.2%。可见我国广义政府债务负担率处于相对较低水平。从政府债务赤字增长情况看，未来广义债务负担率还会进一步上升。假设接下来五年内的名义 GDP、公共财政收入和支出均保持 2016 年的增速水平（具体数据分别为 8%、4.8%和 6.8%），外推五年后的赤字率水平，然后假设五年内的公共财政资金缺口由新增债务弥补，由此推算政府的直接债务负担率水平。该假设下 2021 年的公共财政赤字率扩大到 5.4%，政府直接债务占 GDP 的比重为 47.7%。

进一步假设包括政府负有担保责任和可能救助责任在内的或有债务增速为 2011-2016 年的平均增速 20%，继续推算政府广义债务余额和广义债务负担率。宽口径的广义债务负担率为偿还责任债务直接加上或有债务后的广义债务余额与名义 GDP 的比值，窄口径的广义债务负担率按照 19%左右（审计署 2013 年 32 号公文提出政府负有担保责任的债务和可能承受一定救助责任的债务当年偿还中，由财政资金实际偿还的最高比例分别为 19.1%和 14.6%）的或有债务政府代偿比例计算政府需偿还的总债务额（直接债务+19%×或有债务）后再得出这部分总债务占 GDP 的比重。五年后宽口径广义债务余额大致为 104 万亿，占 GDP 的比重高达 95.2%，考虑或有债务的代偿比例后债务负担率约为 56.7%。

企业部门

企业宏观债务杠杆率过高，微观杠杆结构显著分化。宏观杠杆率即企业总负债与 GDP 之比，截至 2016 年中国企业债务 124 万亿，宏观杠杆率高达 167%，远高于新兴市场均值 106%和发达国家均值 89%，且过去几年持续上升。企业的微观杠杆率，即企业资产负债率，自 2013 年以来总体下降，但存在显著的结构分化：分所有制属性看，私营企业的资产负债率从 2005 年后就持续下降，总体持续低于股份制企业和国有企业，目前约为 52%；股份制工业企业的资产负债率从 2010 年后持续缓慢下降，目前约为 57%；国有企业的杠杆率呈明显逆周期变动，2016 年国有企业的资产负债率为 56%。分行业看，大部分制造业都处于持续降杠杆的进程，仅有石油开采、黑色金属开采和冶炼、煤炭开采、有色金属冶炼等数个行业的资产负债率相比 10 年前有所上升。其中，只有煤炭开采业（70%）、黑色金属采选业（58%）行业的资产负债率在 2012 年以来显著上升。



宏观杠杆率攀升与微观杠杆率平稳反映出的问题是单位资产创造的收入下降。宏观杠杆率是企业债务/GDP，微观杠杆率是企业债务/企业资产，前者持续上升而后者相对稳定必然来自 GDP/企业资产下降，即每单位企业资产创造的 GDP 下降。与此相应，近年来中国资本边际产出比的快速上升，每单位新增 GDP 所需的投资投入从十年前的 3-4 个单位上升到目前 6-7 个单位。单位资产创造收入下降背后来自多方面的原因：产业结构变化（重资产行业占比上升）、投资效率下降、投资收益尚未显现、经济结构转型中大量资产/生产能力被淘汰、经济周期因素的影响等。

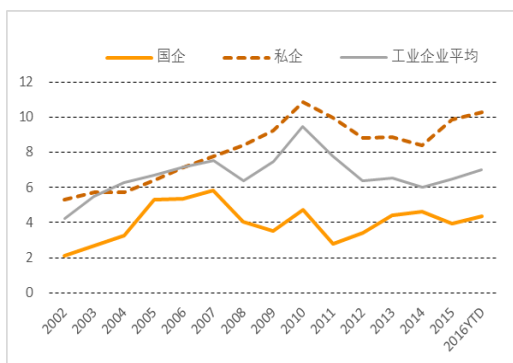


图 37 企业平均利息保障倍数

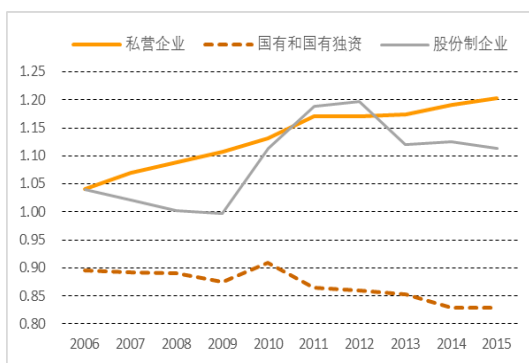


图 38 企业平均流动比率

数据来源：作者整理计算得到

国有企业盈利能力下降，偿债能力远弱于其他部门，且流动性风险高。国有企业盈利额从 2012 年的 2200 亿（3.7%）下降到 2015 年的 1600 亿（1.7%），资本收益率从 3.7% 下降到 1.7%。2016 年随着周期性行业回升，情况可能有所好转。国有企业的平均利息保障倍数（行业息税前利润/总利息支出）为 4.7 倍，远低于私营企业的 10 倍和工业企业平均值 7 倍。国有企业内部，住宿和餐饮、批发和零售等行业的利息保障倍数低于总体水平，房地产和工业企业高于总体水平。国有企业的流动比率（流动资产/流动负债）为 0.83，远低于私营企业的 1.21，且私营企业自 2006 年以来持续上升而国有企业缓慢下降。在经济周期下行期，国有企业偿付能力风险和流动性风险都会迅速上升，这是企业高债务杠杆中面临的最突出问题。



居民

居民部门负债水平较低，但增长迅速，主体部分是住房消费贷款。我国居民部门截至 2016 年累计负债 33.3 万亿人民币，居民部门负债/GDP 从 1996 年的 3% 上升至 2016 年的 45%，对比美国的 82% 及日本的 71%，绝对水平仍相对较低。居民部门负债端全部表现为贷款，而债务结构又以中长期消费贷款为主，占比超过 50%，由于中长期消费性贷款主要对应房贷，即表明居民部门加杠杆主要来自住房消费贷款的快速扩张。2008 年以来，每一轮房价上涨周期都伴随着居民部门负债率的快速增加。2012 年以来，中国房贷增速上行而 GDP 增速下行，房贷/GDP 比重正在以前所未见的速度攀升。2014 年以前尚不到 20%，2016 年底达到 25.7%。中国新增房贷/GDP 从 2015 年起快速上升，此前维持在 3% 左右的水平，2016 年新增个人购房贷款同比增幅到达五年来的最高水平 86.5%，新增个人购房贷款占 GDP 比重则达到了 6.7% 的历史高点。

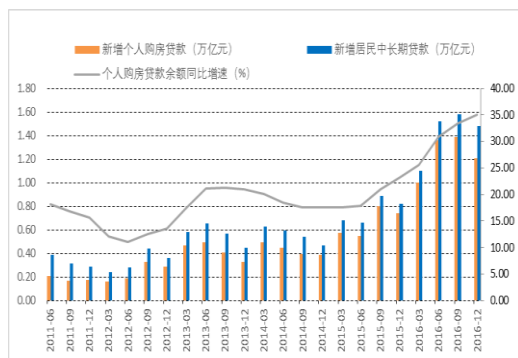


图 39 居民购房贷款

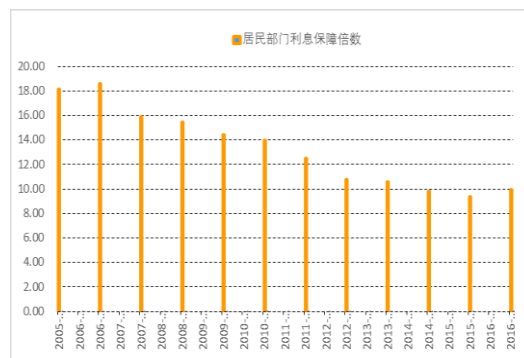


图 40 居民部门利息保障倍数

数据来源：作者整理计算得到

居民部门债务偿付能力有保障。居民部门债务的最大风险是房价大幅下跌，这会让贷款者资产负债表严重恶化。用居民可支配收入减去居民消费支出作为居民储蓄，用居民储蓄除以居民债务利息，以此得到居民部门的利息保障倍数。万科公司基于大量国际经验的研究表明，居民部门利息保障倍数是预测房价是否大跌的关键指标。居民部门利息保障倍数高于 1.5 倍时，基本没有国家/地区发生过房价大跌情况。美国 2007 年房价大跌前夜，居民部门利息保障倍数 1.46 倍；日本 1989 年 1.49 倍；香港 1997 年 1.23 倍；芬兰在 1989 年 0.73 倍，2007 年 1.55 倍，同期西班牙 1989 年仅为 0.99 倍。国际经验这个指标低于 1.5 的临界



值会导致房价大跌和居民部门债务困境。中国目前的居民部门利息保障倍数约为 9.9 倍。即便目前房贷增速继续保持 20% 的年均增速，未来十年后仍远高于 1.5 倍的安全边界。

金融机构

商业银行表内业务有以下几个特征。一，资产快速扩张，中小银行为甚。2006-2016 年间，商业银行总资产年平均增长率 18%，扩张 4 倍有余，其中小型银行经营尤为激进，扩张速度为大型银行的 2 倍有余，中等规模银行次之，扩张速度在大型银行的 1.5 倍左右。二，资产端对企业和居民贷款占比大幅下降，同业和非银金融机构债权占比大幅上升。商业银行对非金融机构（主要包括企业和居民部门）的贷款占比下降，从 2006 年的 48.9% 下降到 2016 年的 36.3%；对其他存款性公司债权主要是银行间同业业务，从 2006 年的 10.4% 上升到 2016 年的 13.7%；对非银行金融机构债权上升从 2006 年的 2.4% 上升到 2016 年的 11.5%。三，资产质量下降。商业银行不良贷款率近年来缓慢上升趋势，从 2010 年的 1% 上升到 2016 年 3 季度的 1.7%。如果考虑关注类贷款，实际不良率更高，关注类贷款占比从 2014 年的 2.5% 上升到 2016 年 3 季度的 4%。商业银行拨备覆盖率自 2013 年明显下滑，反映银行核销力度加大。四，负债端稳定性下降。商业银行负债当中，稳定性的存款比例从 2006 年的 73.7% 下降到 2016 年的 61.7%；银行通过发行债券和同业负债等方式主动负债占比从 2006 年的 16.9% 上升到 2016 年的 21.8%。不稳定负债加大了商业银行的融资流动性风险。

商业银行资本充足率缓慢上升，但并不意味对抗风险能力改善。在监管要求下，资本充足率近年来缓慢上升。这也侧面呼应商业银行在资产扩张过程中，风险权重较大的资产（如贷款类资产）占比下降，而风险权重相对较低的资产（如同业资产和证券投资）占比上升。资本充足率上升并不意味着银行对抗风险的能力改善，商业银行对同业和非银行金融机构债权的大幅上升背后隐藏了大量风险。

商业银行表外业务快速增长，面临突出的信用风险和流动性风险。根据央行发布的《中国金融稳定报告》，截至 2015 年末，银行业金融机构表外业务（含委



托贷款)余额为 82.4 万亿元,表外资产规模相当于同期末表内总资产规模的 42.4%。表外业务中,商业银行代理投融资服务类业务需求旺盛,其中发展最快的是代客非保本理财业务(表外理财业务)。商业银行理财产品余额从 2010 年的 2.8 万亿元增长到 2015 年的 23.5 万亿元,年均复合增长率超过 50%。根据《中国银行业理财市场报告(2016 年上半年)》统计,理财资金账面余额继续增加至 26.28 万亿元。理财业务的投资标的非常多元化,可划分为股票、债券、利率、票据、信贷资产、汇率、商品和其他类型,超过 1/3 的理财产品的基础资产属于其他类型。投资标的包含各种信用等级的产品,大量资金流向投资平台和政府支持项目,加大了商业银行面临的信用风险。银行理财业务由于显著的期限错配,存在流动性风险。根据 Wind 数据库的统计,2016 年 3 季度,一年期以下的理财产品占比 99%,6 个月以下的理财产品占比 85%。与偿付期限短期化形成鲜明对比的是,理财产品基础资产的期限一般在一年以上。尽管商业银行可以通过采用“资金池-资产池”的管理方式来缓解期限错配,但这种方式依赖于理财产品的滚动发售(并且发售数额要保持一定的增速)和集合管理。在不存在违约的情况下,可以通过发行新理财产品偿还旧理财产品来维持资金链稳定,但一旦因意外情况导致无法及时兑付理财产品投资者的收益,将会面临来自于投资者的挤兑,资金链就此断裂。根据《中国金融稳定报告》,在 2014 和 2015 年央行对商业银行进行的信用风险敏感性压力测试中,表外业务和表内外理财是被点名需要重点关注的两个风险领域。

非银行金融机构快速扩张。监管套利和利率市场化催生了非银金融机构快速发展。在实体部门(尤其是预算软约束的国企、地方政府和房地产企业)存在巨大融资需求的背景下,商业银行为了规避监管(贷款额度限制、信贷投向限制、准备金率要求、资本充足率要求等),借道非银行金融机构进行资金投放。银行对非银行金融机构的债权扩张速度超过银行对其他银行债权扩张速度,也超过了银行总资产扩张速度。此外,利率市场化背景下,激烈的存款竞争导致银行负债端成本上升,倒逼商业银行寻求安全性较高同时收益率较高的资产,这也迫使商业银行借助券商、基金等非银金融机构中更为专业的投资队伍开展投资业务。

非银行机构扩张过程中蕴藏较高风险。仅看非银金融机构表内的杠杆率,均处于合理范围内,但如果把其受托管理的资金考虑在内,非银金融机构的杠杆率



非常高且有上升趋势。对券商来说，其负债/净资产（负债/净资本）由 2011 年的 1.49（2.18）上升至 2014 年的 3.44（4.66），一旦考虑其庞大的受托资金，隐含的表外杠杆率在 2016 年已经超过 10 倍。信托的隐含杠杆更高，其所有者权益与信托资产之比极低（2013 年以来杠杆率高达 40 倍）。高杠杆意味着券商、信托等非银金融机构对于不利的冲击较为脆弱，尤其是当资产端收益与负载端成本利差缩窄甚至倒挂时，非银金融机构清偿力将受到严重损坏。非银金融机构融资中来自于银行的批发融资越来越多，融资稳定性下降。一旦遇到风吹草动，可能会面临来自于商业银行部门的挤兑。2016 年末的“债灾”本质上就是商业银行在同业科目下对非银行金融机构的一次大规模挤提，导致了部分非银行金融机构非常被动的流动性局面。

总体风险评估和认识

中国的非金融部门债务自 2008 年以来快速增长，债务/GDP 之比从 2008 年 150% 上涨到 2016 年的 278%。目前中国的非金融部门债务/GDP 之比已经接近发达国家平均水平 281%。债务/GDP 之比上涨过程当中有合理部分，也有不合理部分。不具有偿还能力的债务增长是未来经济运行中的重大风险来源。分部门来看，居民部门债务、政府直接债务、私人企业债务偿付能力有保障；政府或有债务和国有企业债务偿付能力较差，且面临更高的流动性风险。政府或有债务和国有企业债务快速扩张对接的是银行表外业务扩张和非银行金融部门扩张。

宏观当局目前仍有较充分的应对危机能力，爆发系统性危机概率很低。首先，中国经济尚能保持较高的经济增速，名义 GDP 增速高于平均利率水平，只要能遏制住杠杆率快速上升势头，存量债务中存在的问题能逐渐化解。其次，中国的债务绝大部分是内债，外债在全部债务中占比 15%，短期外债占比 5.8%。如果发生流动性危机或者偿付能力危机，宏观当局可以通过增加赤字或者赤字货币化手段应对危机，而不必像很多发生债务危机国家那样依靠外部帮助。再次，资本项目没有完全放开，货币政策仍能保持独立性，不至于陷入增发货币与货币贬值和资本外流之间的恶性循环。最后，有较大的提高偿债能力的政策空间。过快债务积累和偿债能力下降的重要原因之一是 2010-2014 年期间政府支持企业和建设项目以非常高的利率通过非银和银行部门举债，巨大的债务利息进一步推高了债务



增长。2015 年以来，在降息、债务置换、发行金融专项债、PPP 项目等一系列措施帮助下，债务成本大幅下降，偿债能力有所改善。根据财政部的匡算，截止到 2016 年 9 月，地方债置换规模为 7.2 万亿元，两年累计为地方节约利率支出 6000 亿元，简单平均每年节约利息率在 4.2% 左右。

基于以上各部门的债务负担和偿付能力情况，中国在 2025 年之前爆发金融危机概率如何？金融危机的导火索是流动性危机，没有流动性危机不会发生金融危机。对于基于主权国家政府信用的当代货币体系而言，本币流动性危机有两种可能：一是面对市场流动性危机，政府有能力救助但受限于法律或者谈判困境难以实施（比如美国次贷危机）；二是政府可以增发本国货币解决流动性危机，但会因此带来严重的通货膨胀以及随之而来的货币急剧贬值和宏观经济动荡。

中国 2025 年以前爆发本币流动性危机的概率非常低。中国的债务问题本质上是地方或有债务和国有企业债务的偿付能力问题，政府对这些债务有更紧密的责任（相比较私人部门债务）。如果这些债务出现了大面积的偿付困难，政府将不得不为这些债务买单，问题在于是否在政府能力范围以内。以下我们通过简单的情景模拟回答这个问题。

基本假定：国企和地方政府或有债务 2017 年债务总额 100 万亿，未来每年增长 15%（情景 1）或者 20%（情景 2）；国企和地方政府或有债务中有 19% 不具备偿还能力；债务利息 4%，政府代为偿还利息；M2 增速 10%；货币乘数为 5。

具体做法：政府向央行发行特别国债，支付上述问题债务利息。

结果：不引发通胀的基础货币发行，足以覆盖问题债务利息支付。此外，政府债务没有实质性增加。央行获得的国债利息还归财政，基础货币发行本身是铸币税。

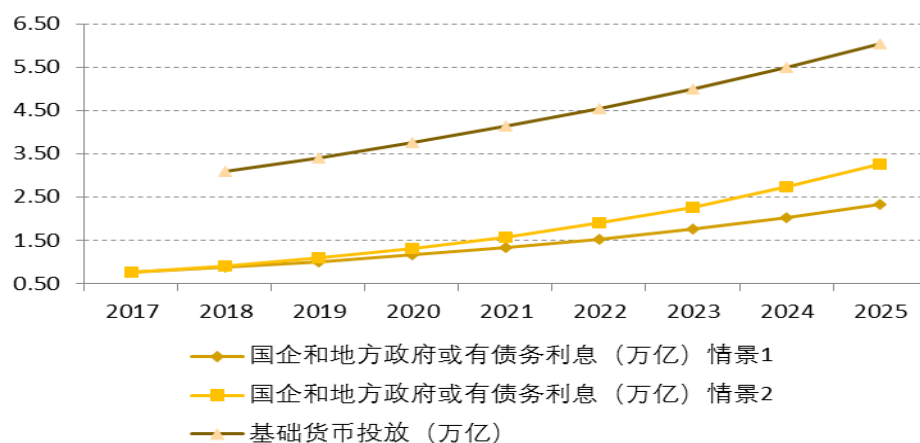




图 41 国企和地方政府或有债务利息偿付情景模拟

数据来源：作者估算得到

另一种需要考虑的危机情景是大规模资本净外流（国外投资者撤出+国内投资者降低外债+国内投资者舍弃本币资产转向外币资产），导致本国货币急剧贬值、严重通货膨胀和宏观经济动荡。中国爆发这种情景的概率更低。驱动资本流动的力量主要有三个层面：一，前定条件，比如外债规模，尤其是短期外债规模。中国在 2010–2013 年期间过度增加外债，2014–2016 年期间经历了大规模去外债。目前外债在全部债务中占比 15%，短期外债占比 5.8%，这是一个相对较低的水平，意味着未来即便再次发生去外债，相关的资本流出规模也有限；二，中美经济基本面差异。中美经济基本面差异来自周期的不同步和潜在增速差异，周期性因素驱动资本流动会随着时间拉长压平，中国的潜在增速仍远高于美国，意味着中国能够为国外投资者提供更高的资产回报；三，汇率和资本管制政策。浮动汇率是平抑资本流动的最佳工具，遗憾的是中国目前的汇率形成机制不仅不能平抑资本流动，反而会因为该机制内嵌的汇率单边变动预期放大资本流动。即便如此，在损耗外汇储备和资本管制政策的帮助下，外汇市场流动性仍有保障。

汇率的大幅贬值尚不能与危机划上等号。如果货币大幅贬值，且带来了国内严重的通胀和宏观经济不稳定，就更近似于危机。但是对中国工业化水平相对（其他新兴市场经济）较高的经济体而言，即便货币大幅贬值，对出口的改善作用更突出，由此带来的国内通胀压力不突出（国内工业部门供给弹性好于新兴市场），综合来看即便货币大幅贬值对宏观经济而言也是利大于弊，难言危机。尽管如此，如果未来投融资体制扭曲和不当资源配置格局得不到纠正，政府或有债务和国有企业债务持续快速扩张，爆发危机的概率会持续上升。地方政府或有债务如果仍保持过去 20% 的增速，未来 5 年广义政府债务/GDP 将会超过 90% 的金融危机警戒线。未来国企杠杆率如果得不到有效控制，偿付能力缺口会不断增加到难以收拾地步。

需要重点关注的风险不是金融危机，而是经济效率的持续恶化和增长困境。中国债务风险主要集中在政府支持的建设项目和国有企业，这些项目和企业尽管自身偿付能力不足，在政府帮助下至少在相当长时间内，流动性能够得到保障且



能持续很长时间。但是，如果这些项目和企业不能退出甚至是继续扩张，由此带来一系列恶果：一，投资效率下降和资源配置扭曲，整体经济运行效率和增长活力逐渐丧失；二，助长金融部门投机行为和积累大量风险，经济运行更加脆弱，大量事实上资不抵债的企业和项目存在使得国内外投资者信心严重恶化；三，收入分配恶化，金融投机大获其利，居民部门最终买单。

前期政策对于降低经济运行的表层风险已经发挥了一些作用，但是一些深层次的矛盾和问题还没有解决，需要再接再厉进一步推进防风险和增强风险抵抗能力的政策调整 and 改革措施。这些措施的作用不仅在于降低经济中蕴藏的风险，同时也是纠正不合理的资源配置格局，保障经济可持续增长。

政策建议

防范和化解经济风险立足于防范风险和增强风险应对能力。防范风险的主要工作内容需要落实在三个方面，一是政府支持项目的投融资体制改革；二是金融机构的风险管理；三是国有企业不良资产处置。增强风险应对能力的主要工作内容是完善市场和价格机制建设，充分发挥市场自身的化解风险的能力。

（一）防范风险

政府支持项目的投融资体制改革中，通过合理的融资工具降低融资成本取得了进展（债务替换、债转股、基础设施专项金融债等），融资的规范性和透明度方面也有改善（新预算法、43号文件等），但仍有更深层次的问题没能解决。

政府投资项目面临的不仅是总量问题，更重要的是结构问题。高质量的政府支持项目，经济或者社会效益有保障，直接或者间接扩大收入，对偿债能力也是保障。政府支持项目面临的更深层次矛盾是这些项目的投资效益。投资效益面临的两个问题，一是当前基础设施建设决策不能从充分了解广大民众对基础设施建诉求的矛盾（信息不对称）；二是基础设施供给中民生急需，而政府缺少压力和动力的矛盾（激励机制）。这两个问题得不到解决，基础设施建设的经济和社会效益就不能从机制上得到保障。

解决上述问题需要对地方政府投资项目决策机制做出改革。具体改革建议内容如下：全国各级人民代表大会成立投资建设委员会，委员会主要职能包括：（1）组织行业和技术专家以及其它相关专业人士做出投资项目提案；（2）组织人大



代表投票，圈定地方投资项目范围和总体预算；（3）组织专业小组，监督和问责投资项目建设进度和质量，对具体负责项目的政府相关部门领导做出评估，并以此评价其工作业绩的重要内容。（4）地方性投资项目建设由地方人大基础设施建设委员会决定，跨区域基础建设由上一级人大投资建设委员会决定。

完善对金融机构的风险管理，重点是对非银行金融机构的风险监管。部分非银行金融机构借助过高的杠杆率火中取栗，无视背后的最终投资人利益是否得到保障。问题根源在于监管缺失，存在大量监管套利空间，监管过程中对中小投资者保护不充分。在中国经济结构转型背景下，实体经济行业形态发生快速变化，对融资需求的多样性显著提高。丰富的金融机构、金融产品和更充分的金融市场竞争有利于服务实体经济和经济结构转型。完善非银行金融机构的风险监管与鼓励金融创新和市场竞争并不对立，平衡好金融监管和金融创新需要立足于两点：（1）对金融监管部门有充分的授权，责权匹配；（2）对金融监管机构的外部监督和约束机制。

国有企业背负着大量的历史包袱，当前阶段形成改革共识很难。对于国有企业的各种支持和保护，不会带来国有企业效益的持久改善。低效率国有企业留存的时间越长，给政府和社会留下的包袱越大。正如容忍私营部门企业被淘汰一样，也要容忍低效率国有企业破产或者兼并重组。鉴于国有企业改革过程中可能会涉及到失业和社会不安定事件，可以在明确改革方向前提下渐进推进国有企业改革。近期的工作重点是防止低效率国有企业债务窟窿的进一步放大，通过债务重组降低国有企业杠杆率。

（二）增强风险应对能力完善的市场机制是化解风险的强大力量。市场自发力量，无时无刻不在制造风险，也无时无刻不在化解风险。市场自身化解风险的手段是价格波动和企业优胜劣汰，是一连串的不稳定，正是这一连串的不稳定让绝大多数时候的市场在制造风险和化解风险之间取得平衡。当前迫切需要推进的是汇率市场化改革。通过完善汇率形成机制的市场化改革，让汇率价格波动自发地调节资本流动，不仅让汇率价格更好地发挥资源配置作用，而且降低了价格被高估或者低估带来的风险，政府节省了大量外汇储备资产（公共资产）。

市场自身不能化解所有的风险，但是借助市场自身力量化解的风险越多，风险残留越低，政府应对风险的能力就越强。政府要坚守的是底线，当且仅当



市场严重失灵（比如严重的流动性危机）且对就业带来可预计的显著负面影响的时候，政府才需要果断出手。除此以外，政府应尽可能保留实力，尽可能地让市场自身力量化解风险，不因为政府干预增加新的风险。