

经济修复宏观杠杆率小幅攀升，付息压力不减仍需关注资产负债表演化

——2022年宏观债务风险分析与2023年展望



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

鲁璐 010-66288847-318

llu@ccxi.com.cn



相关报告

经济修复触底回升，宏观杠杆率稳中有升
——2022年上半年宏观债务风险监测与展望
(2022年6月)

关注疫情冲击下的实体经济降杠杆——
2022年4月宏观债务风险监测

宽信用仍待疏导实体经济融资不足，宏观
杠杆率环比回落——2022年2月宏观债务
风险监测

2022年宏观杠杆率怎么看？——2022年1
月

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731;
gzhaoc@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

本期要点

主要观点

2022年回顾：经济增长放缓宏观杠杆率被动上行

- **非金融部门：债务增速放缓，但经济弱修复下杠杆率被动攀升。**2022年非金融部门总债务为355.54万亿元，较2021年底增加27.67万亿元，同比增长8.44%，较上年回落1.28个百分点。宏观杠杆率较2021年底回升7.1个百分点至293.78%。
- **金融部门：杠杆率回升，整体保持平稳波动态势。**金融部门债务较2021年底增加6.2万亿元达到79.41万亿元，同比增速8.46%，较上年回落3.52个百分点。杠杆率较去年底回升1.6个百分点至65.62%。

居民部门持续去杠杆，企业和政府部门加杠杆

- 融资成本下行叠加政策性因素支持下，非金融企业部门杠杆率较上年上行4.68个百分点至171.98%，但低于历史高点超8个百分点，近年来非金融企业部门杠杆总体呈收缩态势。
- 居民购房意愿低迷、债务扩张动力不足，居民部门杠杆率2022年较上年回落0.59个百分点至67.62%。
- 财政加力稳增长下，政府部门杠杆率较上年上行3个百分点至54.18%。

2023年实体部门主动加杠杆的动力有望边际提升，付息压力不减仍需持续关注资产负债表演化

- 稳增长政策持续发力叠加防控政策放开使得微观主体信心得到一定提振，实体经济“主动加杠杆”的动力有一定提升，但考虑疫情疤痕效应，动力或有限。综合考虑作为分母的经济修复预期加强和政策继续坚持防风险底线，2023年宏观杠杆率或稳中有升。
- 虽然随着今年以来经济的修复，微观主体预期边际改善，但疫情“疤痕效应”仍存，企业投融资动力仍有不足，居民就业压力较大、收入增长低迷下居民的消费能力和消费动力均受限。同时，当前我国债务规模位于高位，还本付息压力较大。付息压力不减及实体经济投融资、消费动力仍有不足下，后续仍需持续关注资产负债表演化。

关于2023年宏观杠杆率走势的判断与预测

- 预计2023年非金融部门总债务规模约390万亿元，杠杆率将达到299.41%，较2022年抬升5.63个百分点。各部门杠杆率均抬升，企业部门债务或达到226万亿元，增速小幅下降至8.58%，杠杆率抬升2.87个百分点至174.86%；政府部门广义债务规模或达到73.53万亿元，增速小幅下降至12.14%，杠杆率抬升2.71个百分点至56.89%；居民部门债务规模或达到87.46万亿元，增速小幅回升至6.88%，杠杆率止降微升0.05个百分点至67.67%。

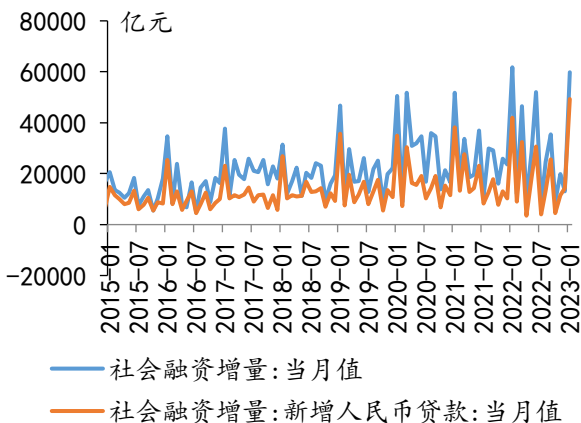
一、2022年回顾：经济增长放缓宏观杠杆率被动上行

受疫情冲击、俄乌冲突等黑天鹅事件，叠加房地产周期下行、需求疲弱等周期性因素影响，2022年宏观经济修复两度“乍暖还寒”，经济虽波动修复但整体仍保持低位运行态势。2022年政府工作报告强调，今年工作要坚持稳字当头、稳中求进，把稳增长放在更加突出的位置。2022年以来，随着供给冲击、需求收缩、预期走弱“三重压力”进一步加大，政策稳增长的力度也持续加码。在经济弱修复以及政策侧重稳增长的背景下，2022年非金融部门及金融部门杠杆率均较上年有所回升。

（一）非金融部门债务增速放缓，但经济弱修复下杠杆率被动攀升

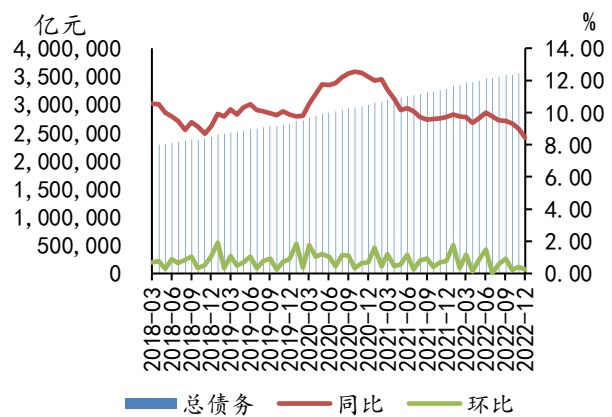
实体融资需求偏弱，非金融部门债务增速有所放缓。2022年，宽货币、宽信用持续加码，但受限于实体融资需求较为疲弱，宽货币向宽信用传导受限，社融主要依赖政策性因素的拉动，当政府债融资及政策性金融工具投放出现空档期时，社融增速便出现显著回调。2022年全年我国社会融资规模增量为32万亿元，较上年增加6689亿元，增幅较上年扩大约4万亿。同时，2022年5月以来，M2增速始终高于社融增速，同样表明预期偏弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限。在此背景下，截至2022年底，我国非金融部门总债务为355.54万亿元，虽然较2021年底增加27.67万亿元，但同比增速较上年回落1.28个百分点，为8.44%。

图1：2022年新增社融出现多次收缩



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图2：非金融部门总债务增速回落

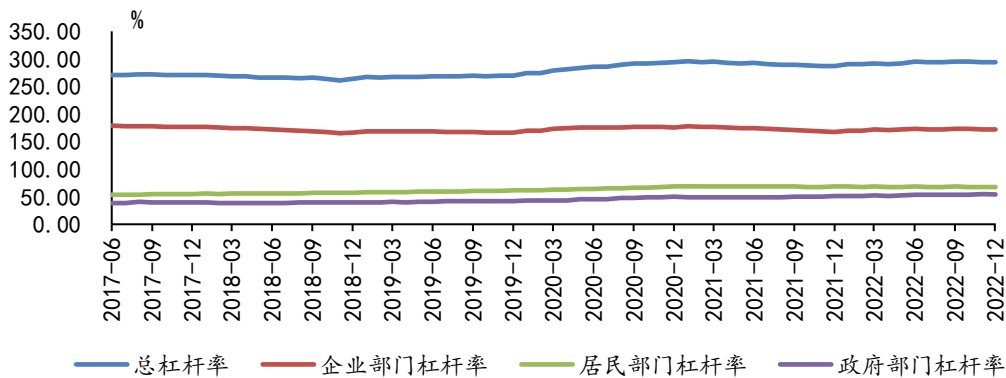


数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

作为分母的GDP修复较弱下，非金融部门宏观杠杆率被动攀升。2022年实际GDP为3.0%，名义GDP为5.3%，名义GDP增速为1978年以来的次低水平，仅低于2020年。经济增速放缓、分母增速较低下杠杆率较2021年底回升7.1个百分点至293.78%，

处于近 10 年来次高位（仅低于 2020 年的 294.12%）。分季度来看，杠杆率呈先升后稳走势。2022 年上半年，疫情冲击经济修复放缓、稳增长力度加大以及专项债发行前置等因素影响下，宏观杠杆率连续两个季度上行；三季度，中国经济走出了第二季度的谷底并企稳回升，在超预期突发性因素的冲击下保持了韧性，经济延续结构性修复，在经济结构性修复以及稳增长发力见效、融资需求边际回暖下，宏观杠杆率延续上半年以来的升势，上行至年内高点（295.3%），但四季度疫情反复对居民和企业部门的影响进一步显现，房地产市场低位运行态势不改，居民消费意愿不足及企业投资信心低迷之下，实体融资需求整体仍偏弱，叠加当季政府部门债务增速放缓，宏观杠杆率在四季度有所回落，全年呈前高后稳态势。

图 3：总杠杆率较上年底上行



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

（二）金融部门杠杆率回升，整体保持平稳波动态势

商业银行普通债净融资大幅增加叠加非银存款增加，金融部门杠杆率上行。2022 年宽货币力度持续加大，且整体信用环境较为宽松背景下，金融部门债务较 2021 年底增加 6.2 万亿元达到 79.41 万亿元，同比增速为 8.46%，上年同期基数偏高下增速较上年回落 3.52 个百分点。从其内部结构来看，债券发行及非银存款增加是带动金融部门债务规模增加的主因。具体来看，对其他存款性公司负债、债券发行和对其他金融性公司负债较上年底均有所增加，分别增加 9985.14 亿元、3.2 万亿元和 2.05 万亿，国外负债则小幅减少 448.43 亿元，其中债券发行余额增加主要是由于商业银行普通债净融资规模增加所致。金融部门杠杆率较去年底回升 1.6 个百分点至 65.62%，为 2018 年 3 月以来的次高点（2022 年 7 月为 65.85%）。

图4：金融部门债务规模与增速

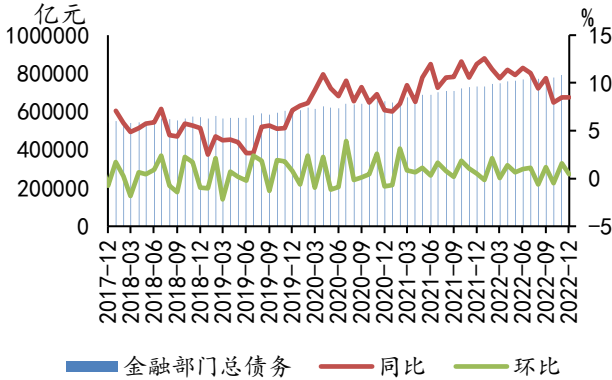
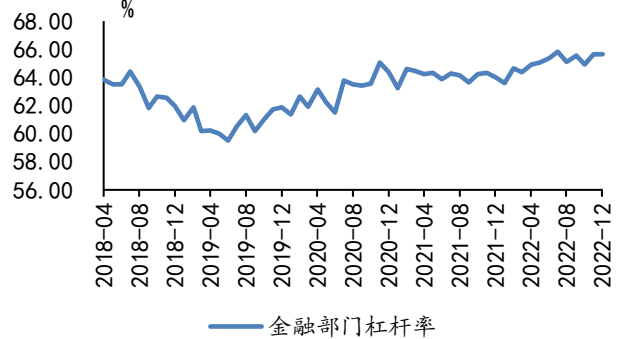


图5：金融部门杠杆率较上年底上行



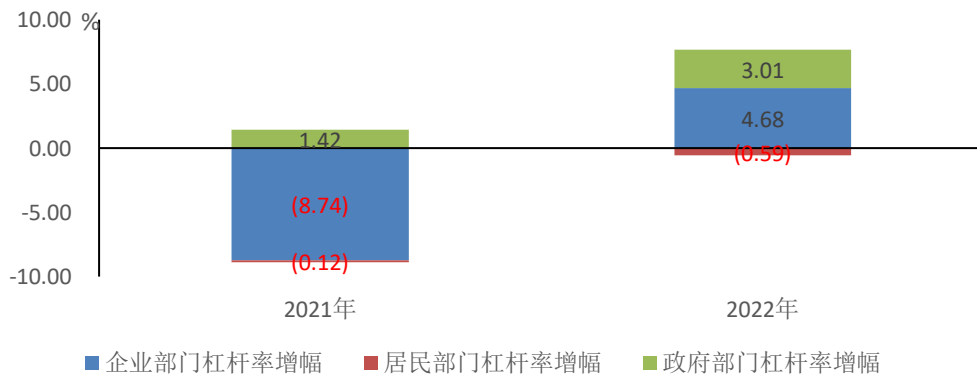
数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

二、居民部门持续去杠杆，企业与政府部门加杠杆

分部门来看，2022年，在政策呵护企业尤其是中小企业融资以及财政发力稳增长之下，非金融企业部门杠杆率以及政府部门杠杆率均有所上行，是2022年宏观杠杆率上行的主要影响因素，其升幅合计超过7个百分点，其中，非金融企业部门杠杆率上行4.68个百分点，政府部门杠杆率上行3.01个百分点。但是在预期走弱、房地产市场持续低迷叠加居民收入增速保持相对低位下，居民购房意愿低迷、债务扩张动力不足，居民部门杠杆率延续了2021年以来的波动回落态势，连续两年回落，与非金融企业部门、政府部门杠杆率走势分化。

图6：非金融各部门杠杆率增幅变动情况

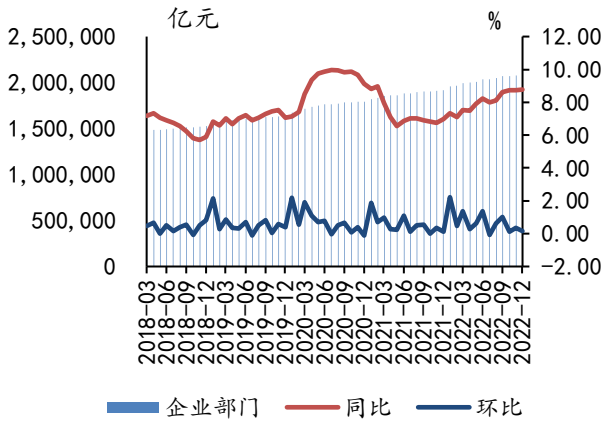


数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

（一）政策支持下非金融企业部门债务增速回升，杠杆率上行

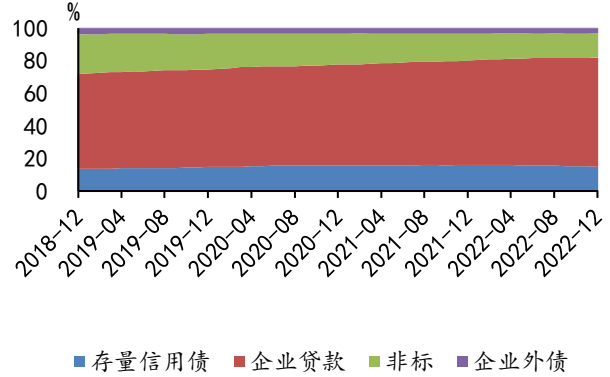
融资成本下行叠加政策性因素支持，非金融企业部门债务增速回升，信贷占比升至 2017 年以来新高。2022 年，政策持续加大对实体企业融资的支持力度，政策引导下企业综合融资成本有所回落，2022 年全年 1 年期 LPR（贷款市场报价利率）和 5 年期 LPR 分别下降 15 个基点和 35 个基点，新发放企业贷款加权平均利率为 4.17%，比上年低 34 个基点。2022 年企业短期贷款增加 3.03 万亿、中长期贷款增加 11.06 万亿较此前三年的平均水平 1.6 万亿、7.9 万亿皆有显著提升，其中基建投资加码、政策性开发性金融工具投放等政策性因素支撑下带来的融资需求拉动较为显著。同时疫情发生以来，人民银行推出了一系列结构性货币政策工具，聚焦重点，精准滴灌，助力实体经济纾困，包括 2020 年出台 1.8 万亿元支农支小再贷款和再贴现政策、推出两项直达实体经济的货币政策工具，2021 年推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，并做好两项直达实体经济的货币政策工具接续转换工作，2022 年 4 月推出科技创新和普惠养老两项专项再贷款工具等。截至 2022 年末，结构性货币政策工具余额约 6.4 万亿元，约占人民银行总资产的 15%。在企业融资成本下行及多项稳增长政策支持下，企业部门债务增速有所回升，截至 2022 年底，非金融企业部门债务较 2021 年底增长 16.79 万亿元至 208.13 万亿元，债务同比增长 8.78%，较 2021 年底回升 1.8 个百分点，处于 2018 年以来较高增速水平。从内部结构来看，在信贷持续加大助企纾困力度背景下，2022 年企业贷款增加至 139.36 万亿元，较上年底增加 16.68 万亿元，带动企业贷款占比从年初的 64.45% 升至 12 月底的 66.95%。信用债、非标融资占比则波动回落，其中在企业投资扩张意愿仍较为低迷、企业直接融资需求不足叠加年末债市波动推升取消发行规模的情况下，2022 年公司类信用债发行放缓，发行规模为 14.49 万亿元，同比收缩超 10%，净融资规模约 0.55 万亿元，同比大幅收缩超过 8 成。受此影响，非金融企业存量信用债仅较上年底增加 3575.14 亿元至 31.14 万亿元，存量信用债占比较上年底下降 1.13 个百分点至 14.96%，为 2020 年 3 月以来的低点；信托业“两压一降”持续推进叠加房地产融资疲弱影响，非标融资较 2021 年底减少 5835 亿元至 31.04 万亿元，占比较上年底回落 1.61 个百分点至 14.91%。

图 7：非金融企业债务增速回升



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图 8：非金融企业部门债务结构

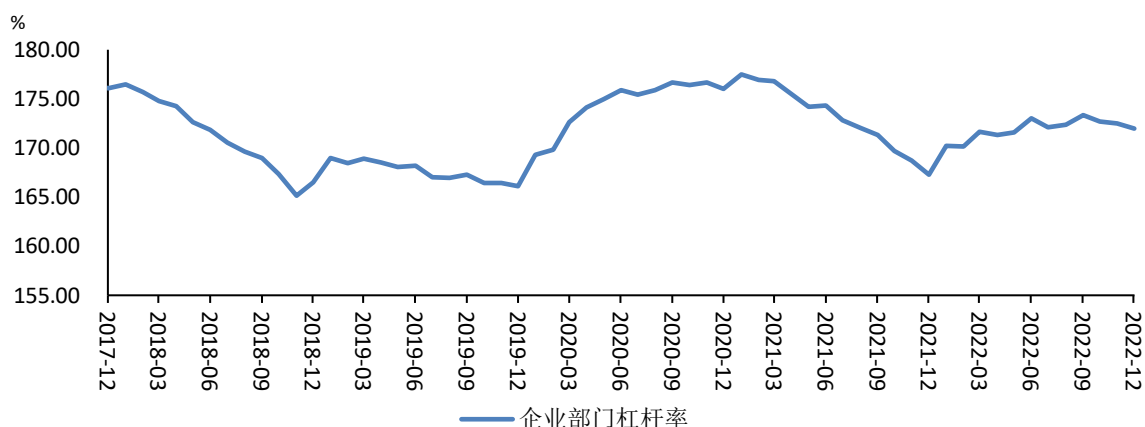


数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

非金融企业部门杠杆率稳中有升，但已经低于历史高点超过 8 个百分点，近年来非金融企业部门杠杆总体呈收缩态势。随着非金融企业部门债务增速上行，2022 年非金融企业部门杠杆率较 2021 年底回升 4.68 个百分点。从季度走势来看，2022 年一季度非金融企业部门杠杆率延续惯性上升的趋势；二季度，4 月份新一轮新冠疫情在包括上海等经济重镇在内的多地暴发，对企业生产经营产生严重扰动，企业融资需求大幅放缓，企业部门杠杆率回落，随着疫情形势的逐渐稳定，叠加宽信用效果逐渐显现，6 月杠杆率回升至年内次高点；进入三季度，随着疫情影响逐渐趋缓且宽信用操作再次加码，在降息以及国常会部署稳经济一揽子政策等引导支持下，社融数据环比改善，在此背景下，杠杆率三季度末升至 173.32% 的年内高点；四季度国内多地出现疫情反复，12 月底防疫政策放开，全民免疫高峰短期冲击下，企业融资需求受到扰动，非金融企业部门杠杆率有所回落。分不同所有制企业来看，或与政策支持下，企业加大信贷需求以及疫情冲击下企业被动加杠杆有关，私营企业全年杠杆率为 58.4%，较 2021 年底和 2020 年底分别上升 0.8 个百分点和 1 个百分点；在考核要求以及稳增长重要性进一步提升背景下，国有企业资产负债率整体保持平稳，2022 为 57.35%，较 2021 年上行 0.2 个百分点，与 2020 年持平。值得一提的是，虽然政策支持下 2022 年非金融企业部门杠杆率全年呈上行态势，但将视角拉长，自 2018 年以来，在防风险、去杠杆措施以及后续在疫情冲击等因素影响下，我国非金融企业部门加杠杆的能力和动力都有所弱化，截至 2022 年，非金融企业部门宏观杠杆率已经自 2016 年的 180.3% 高点波动回落至 2022 年的 171.98%，回落幅度超过

8 个百分点，近年来非金融企业部门杠杆总体波动收缩态势值得关注。

图 9：“被动上行”的非金融企业部门杠杆率



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

（二）或主要受房地产市场低迷影响，居民部门杠杆率连续两年回落

房产交易低迷态势不改，居民部门债务增速放缓。2022 年以来，多地对楼市调控政策持续进行优化调整，中央及地方层面先后出台多项稳房地产政策，11 月更是“三箭齐发”，从供需两端支持房地产市场平稳运行，但预期走弱下，房地产市场持续低位运行态势并未发生根本性扭转，且三季度“断贷风波”在多地发酵，居民购房信心进一步下滑。2022 年以来商品房成交持续处于深度收缩区间，商品房销售面积和销售额累计同比增速分别为-24.3%和-26.7%，受此影响，以房贷为主的居民债务增速放缓，截止 2022 年 12 月，居民部门债务较上年底增加 3.83 万亿至 81.83 万亿元，同比增速较上年底放缓 7.45 个百分点至 4.91%。

债务增速放缓下居民部门杠杆率继续回落。截至 2022 年 12 月底，居民部门杠杆率较上年底回落 0.59 个百分点至 67.62%，已经连续两年呈现回落态势。从月度走势来看，一季度杠杆率小幅波动下行，随着 6 月份房地产交易边际回暖以及 GDP 增速放缓，6 月杠杆率较 5 月出现小幅回升，7 月房地产成交再次走弱，杠杆率止升转降，8、9 月份房地产调控政策密集出台，加之“金九银十”的季节性因素，带动居民杠杆率小幅回升，进入四季度，疫情冲击叠加居民购房意愿仍低迷之下，居民部门杠杆率再次回落，全年来看，居民部门杠杆率整体呈现波动回落走势。受房地产市场低迷居民房贷增长放缓、疫情冲击之下居民谨慎性动机增强影响，居民扩表意愿不足，居民部

居民部门杠杆率自 2021 年初以来波动回落，这是金融危机以来首次出现这一现象，居民部门缩表态势值得关注。

图 10：居民部门债务同比增速有所回落

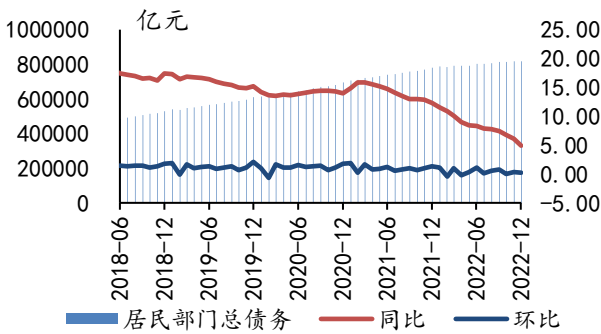
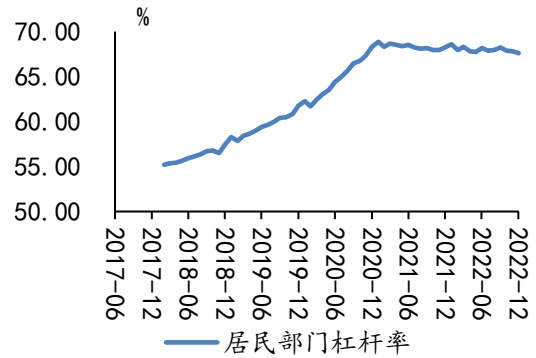


图 11：居民部门杠杆率波动回落



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

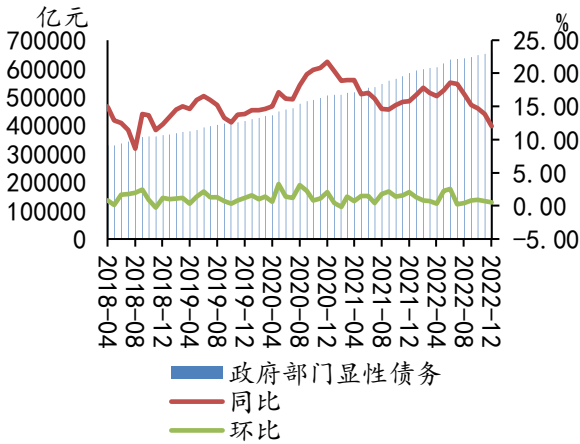
（三）政府部门杠杆率有所上行，结构性风险仍需高度重视

积极财政前置发力、加大支出强度下，政府部门杠杆率有所上行。2022 年《政府工作报告》强调提升积极的财政政策效能，用好政府投资资金、带动扩大有效投资。稳增长压力下，全年地方政府新增债务限额 4.37 万亿元，其中新增专项债额度 3.65 万亿元、与 2021 年持平。2022 年以来，国内经济下行压力进一步加大的背景下，地方债发行规模创历史新高且发行节奏明显前置。在“政策发力适当靠前”要求下，3.45 万亿元用于项目建设的专项债于 6 月底前基本发行完毕、8 月底前基本使用完毕。而后，为接续助力四季度基建投资，于 11 月基本完成发行 5000 多亿元专项债结存限额。全年地方债合计发行 7.36 万亿元，其中在新增限额保持高位、结存限额积极盘活的背景下，专项债合计发行 5.12 万亿元，同比增长 4.08%。在财政加力稳增长背景下，截至 2022 年 12 月，政府部门债务为 65.57 万亿元，较 2021 年底增加 7.05 万亿，同比增速为 12.04%，较 2021 年底回落 3.75 个百分点，为 2019 年以来较低增速水平。从同比增速的年内走势来看，在专项债发行节奏错位下，政府部门同比债务增速在 2022 年 6 月份达到 18.63% 的年内高点，而后随着 2022 年上半年用于项目建设的新增专项债券额度基本发行完毕，2022 年下半年以来政府部门债务增速逐月回落至

¹文中除特别说明外，“政府部门杠杆率”为仅包含显性债务。在本文中，政府部门债务统计口径为显性债务+政府支持机构债+政府外债，若非特别注明，政府部门债务指考虑政府一定救助责任后的债务，相应的，若非特别注明，政府部门杠杆率也指考虑政府一定救助责任后的杠杆率。

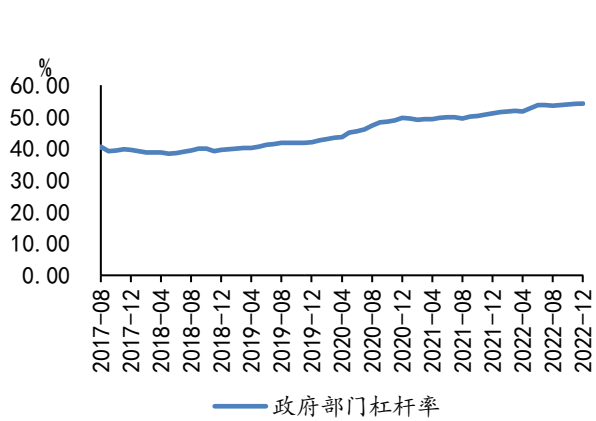
12月底的12.04%。2022年政府部门杠杆率较2021年末提高3个百分点至54.18%。全年来看杠杆率呈逐季上行走势，但上半年涨幅大于下半年，在新增专项债节奏前置背景下，上半年政府部门杠杆率涨幅为2.59个百分点，随着下半年专项债发行有所放缓，三季度、四季度政府部门杠杆率当季仅分别增加0.01个百分点和0.41个百分点。

图 12：政府部门显性债务增长边际放缓



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

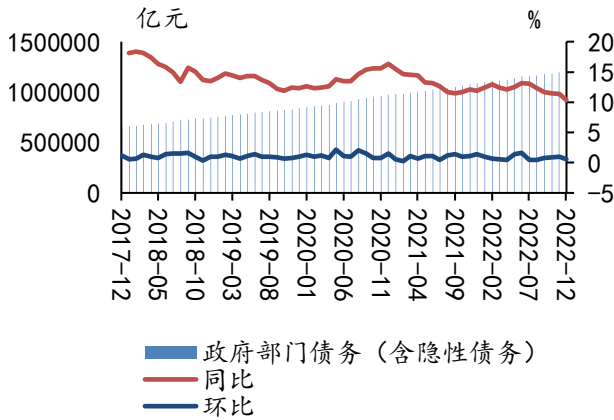
图 13：政府部门杠杆率有所回升



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

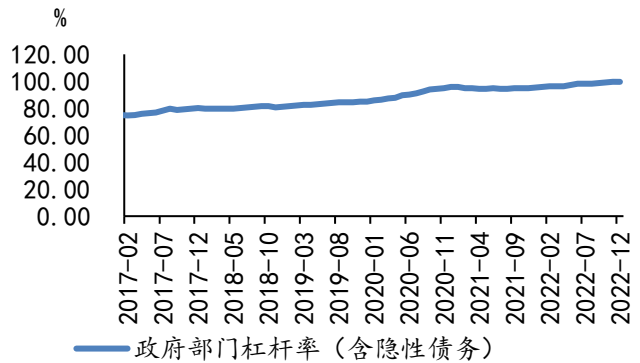
经济弱修复下考虑隐性债务的政府部门广义杠杆率有所上行，仍需关注弱资质区域隐债风险。2022年监管部门持续加大对隐性债务监察力度，财政部2次公开披露16个地区的隐债问责典型案例，甘肃、云南财政部门对辖内隐债问责的结果进行了披露，隐债化解工作持续推进。2022年考虑隐性债务的整体债务规模增速较上年底有所放缓，但在经济弱修复下，考虑隐性债务的政府部门杠杆率逐季上行。在当前“三重压力”仍存、隐性债务严监管不改以及土地出让市场低迷地方财政持续承压背景下，仍需关注财政实力较弱、债务到期压力较大的区域的隐性债务化解风险。

图 14：考虑隐性债务政府部门债务规模与增速



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图 15：考虑隐性债务政府部门杠杆率



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

三、2023 年实体部门主动加杠杆的动力有望边际提升，仍需持续关注资产负债表演化

2023 年，随着稳增长政策持续发力，叠加经济边际修复下微观主体信心得到一定程度地提振，微观主体主动加杠杆动力或有一定提升，助力融资需求边际修复，或将带动 2023 年杠杆率回升，但考虑疫情疤痕效应，经济主体主动加杠杆动力提升或有限。2023 年作为杠杆率分母的 GDP 的改善或能在一定程度上起到稳杠杆的作用，且政策仍高度关注风险防范，杠杆率大幅攀升受到掣肘。值得一提的是，疫情“疤痕效应”仍存，仍需持续关注预期偏弱下的资产负债表演化。

实体经济“主动加杠杆”的动力有一定提升，支撑非金融部门杠杆率上行。2023 年政府工作报告指出，“稳健的货币政策要精准有力”、“保持广义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，支持实体经济发展”。在此宏观政策基调下，预计 2023 年货币政策仍将保持稳健基调，且更加注重结构性调整。宽货币、宽信用持续发力叠加经济边际修复下，微观主体信心得到一定提振，实体融资需求有望得到一定程度改善。从今年前两个月社融情况来看，2 月社融与信贷规模均延续 1 月同比高增态势的同时，2 月份融资结构也出现了边际改善迹象：居民部门的信贷收缩局面得到了初步遏制，企业中长期信贷的改善也不再完全依赖政策性因素的驱动²，融资规模及结构的边际改善或也部分体现出实体融资需求出现边际改善。纵观全年，2023

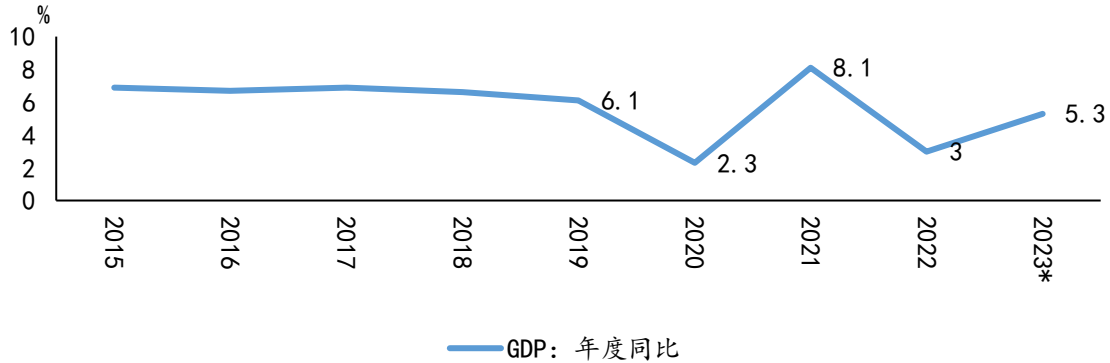
² 参见 2023 年 2 月金融数据点评《社融与信贷延续同比高增，融资结构好转但基础不牢》

年实体经济“主动加杠杆”的动力或有一定提升，给非金融部门杠杆率上行带来一定支撑。

经济修复、分母增长加快及政策坚持防风险底线或能在一定程度上发挥稳杠杆作用。宏观杠杆率是宏观总债务与 GDP 总量的比值，除了债务变化，作为分母的 GDP 同样影响杠杆率水平的高低。虽然需求疲弱、预期偏弱、财政收支压力较大制约财政政策稳增长空间等一些影响 2022 年经济运行的拖累因素依然会延续一段时间，但 2023 年经济运行积极因素增多：一是消费场景及服务业随着疫情的放开边际反弹；二是随着稳房地产政策在供需两端持续发力，房地产投资对于宏观经济的拖累将有所减轻；三是政治周期转换下，地方政府发展经济的动力将有所增强；四是扩大内需被放在突出位置，政策继续支持消费和投资改善。稳增长发力以及经济运行的积极因素增多下，2023 年经济修复预期加强，GDP 实际同比增速或达到 5.3%³，GDP 名义增速或有望达到 6.8%，较 2022 年 5.3% 的名义增速水平明显回升。经济增速的回升、分母的修复或能在一定程度上发挥稳杠杆的作用。与此同时，2023 年政府工作报告中指出，“有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险”、“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”，均表明政策在侧重稳增长的同时仍对风险防范予以关注，货币政策不会“大水漫灌”，这将对宏观杠杆率大幅攀升形成掣肘。

³ 参见《寒意虽存，春山可望—2022 年宏观经济及大类资产配置分析与 2023 年展望》

图 16：2023 年经济修复预期加强

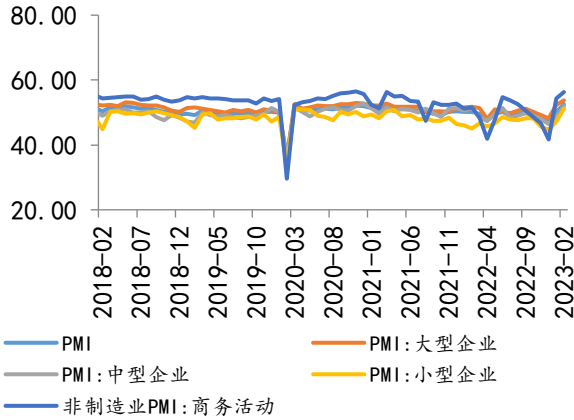


数据来源：中诚信国际研究院测算

预期偏弱下实体经济主动加杠杆的动力提升或有限，叠加还本付息压力不减，后续仍需持续关注资产负债表演化。根据资产负债表衰退理论，在资产价格泡沫破灭之后，负债企业资产负债表的资产端严重缩水，而负债端价值不变，使得企业面临资不抵债的境地，企业的生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，在一致性预期下，有可能会产生“合成谬误”，导致经济体陷入持久衰退，即“资产负债表衰退”。虽然在实体融资需求边际改善、经济修复以及政策坚持防风险底线下，宏观杠杆率或稳中有升，但资产负债表衰退并非仅仅考虑宏观杠杆率这一指标，微观主体支出减少、预防性储蓄提升也同样是值得关注的指标。如果微观主体的这种行为成为普遍现象，就会带来持续的总需求缺口和经济下行压力。从当前我国经济运行来看，虽然随着今年以来经济的修复，微观主体预期边际改善，但疫情“疤痕效应”仍存，企业投融资动力仍有不足，居民就业压力较大、收入增长低迷背景下居民的消费能力和消费动力均受限，根据 2022 年四季度央行储户调查问卷显示，居民储蓄占比创有记录以来新高，消费占比则持续波动回落至历史较低水平，企业、居民等微观主体预期仍然处于较低的水平，微观主体加杠杆动力的回升幅度或依然有限，且微观主体预期容易受到一些突发事件和社会思潮的扰动，导致宏观上的悲观预期自我实现。与此同时，当前我国债务风险仍处于高位水平，还本付息压力较大，据测算，在 2022 年的债务水平下，如果平均融资成本为 3%，则利息支出约为当年 GDP 的 9%；如果平均融资成本为 5%，则利息支出占当年 GDP 的比重达到 14% 以上。在此背景下，仍需持续关注资产负债表演化，采取有效措施提振微观主体信心，扩大有效需求，避免经济运行

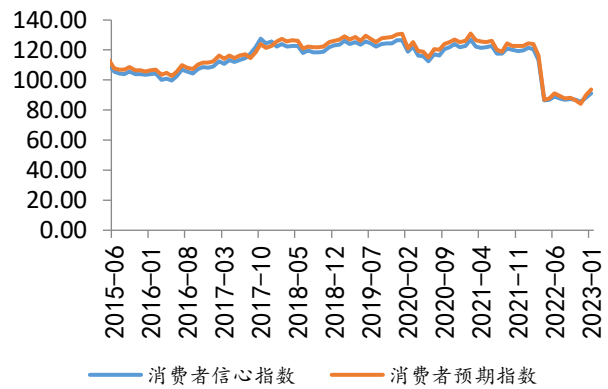
陷入资产负债表衰退困境。

图 17：制造业及非制造业景气均回升



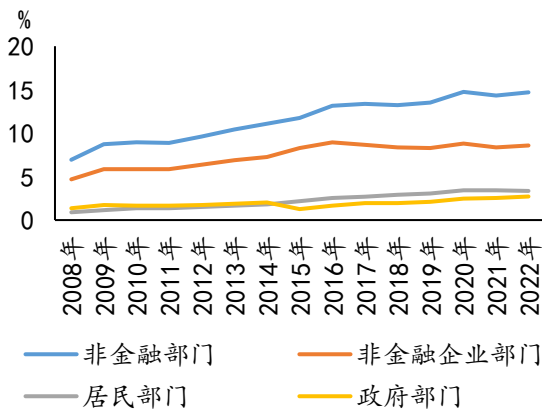
数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图 18：消费者信心依旧偏弱



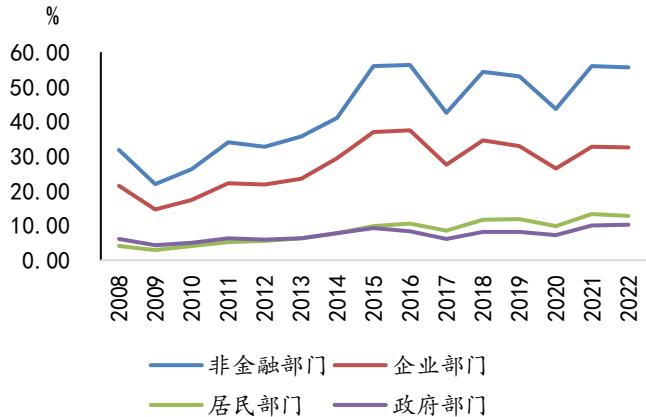
数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图 19：各部门付息额占 GDP 比重超过 14%（5%测算）



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

图 20：付息额占新增社融比例超 50%（5%测算）



数据来源：中诚信国际宏观债务风险数据库

四、关于 2023 年宏观杠杆率走势的预测⁴

如前文所述，在当前经济复苏基础不牢、“三重压力”仍存的背景下，2023 年我国经济发展将继续“稳字当头、稳中求进”，宏观债务水平增速及宏观杠杆率水平将稳中有升。预计全年非金融部门总债务规模将达到 390 万亿，宏观杠杆率或升至 300%左右，非金融企业部门、政府部门为加杠杆主力，居民部门杠杆率企稳微升。

⁴本章节杠杆率统计口径均为年度口径。

（一）预计非金融部门总债务规模约 390 万亿，宏观杠杆率小幅回升至 300%左右

我们从社融增速和企业部门角度测算 2023 年非金融部门总债务规模及宏观杠杆率。具体来看，2022 年社融存量规模同比增速为 9.6%，结合今年疫情负效应消除、企业投资信心修复、宽信用持续等积极因素，预计 2023 年社融增速将小幅回升，对应于 GDP 名义增速预测值 6.8%，社融同比增速或将抬升至 10.5%左右，社融存量规模或达到 380.35 万亿。根据社融内部结构占比估算企业债券及信贷 ABS 合计规模或达 37.69 万亿；若将该数值扣除政府支持机构债后的值（35.71 万亿）近似作为 2023 年存量信用债的规模，并结合存量信用债占企业部门债务比重以及企业部门债务占非金融部门债务比重，可推算得到今年非金融部门总债务或为 386.99 万亿，同比增速达 8.85%，较 2022 年小幅增加 0.41 个百分点；对应杠杆率将达到 299.41%，较 2022 年水平提高 5.63 个百分点，较 2020 年水平高 5.29 个百分点。

（二）各部门杠杆率均上升，企业、政府部门成为加杠杆主力

企业部门债务规模增速略微放缓，但杠杆率继续抬升。2023 年货币政策稳健精准、偏向积极，政策引导金融机构加大对实体经济支持、银行信贷投放“适度靠前发力”，叠加防疫政策优化、投资信心逐步修复，预计企业部门融资需求将有所回升，企业端杠杆率将继续成为加杠杆的主要动力。根据前文估算，企业部门债务或达到 226 万亿元，同比增速将达到 8.58%，略低于 2022 年增速 0.2 个百分点；杠杆率或较 2022 年的 171.98%继续上升至 174.86%左右，但仍低于 2020 年 176.04%的水平。从内部构成看，预计人民币贷款与信用债融资增量将继续明显抬升，企业部门贷款有望超过 150 万亿、存量信用债规模有望超过 33 万亿，但均难以保持上年较高增速，或将微降；在隐性债务严监管背景下，政策对非标资产的管控仍较严格，2022 年 9 月清理整顿各类交易场所部际联席会议第七次会议要求坚决刹住地方交易场所违法违规滥发融资产品行为，11 月银保监会强调严肃查处融资租赁公司新增隐债业务⁵，叠加“银保监 15 号文”⁶等政策仍持续发力，预计今年企业部门非标融资规模小幅下降趋势不改。

政府部门债券规模增速小幅下降、债务规模增速微升，杠杆率继续抬升。2023 年两会政府工作报告强调“积极的财政政策要加力提效”，《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与

⁵ 2022 年 11 月 28 日，银保监会公布《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》（银保监办发〔2022〕12 号），要求加强构筑物作为租赁物的适格性监管，严禁将涉嫌新增隐债及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物。

⁶ 2021 年 7 月《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监〔2021〕15 号）及其补充通知明确要求银行保险机构不得通过理财、信托等非标产品违规向政府融资平台提供融资。

2023 年中央和地方预算草案的报告》提出优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，扩大财政支出规模，保持必要的支出强度。根据部署，今年中央财政赤字 3.16 万亿元、地方财政赤字 0.72 万亿元、地方政府专项债新增限额 3.8 万亿元。加总来看，2023 年政府债券合计增加值将达 7.68 万亿元，政府债券总规模预计为 68.17 万亿元、同比增速 12.70%，略低于 2022 年 13.42% 的增速；政府部门负债率或较 2022 年的 49.98% 升至 52.74%。若考虑政府在政府支持机构债、政府公共部门外债、非政府债券形式地方政府债务等方面的偿付意愿以及可能承担的部分偿还责任，以 2023 年政府部门债务占非金融部门债务预计比重 19% 计算，政府部门债务总规模为 73.53 万亿，同比增速 12.14%，略高于 2022 年 12.04% 的增速；广义政府部门杠杆率升至 56.89%，较 2022 年抬升 2.71 个百分点。

居民部门债务规模增速小幅回升，杠杆率止降微升。当前居民收入增速相对偏弱、新冠疫情“疤痕效应”仍存，居民部门加杠杆意愿有限，后续随着经济逐步企稳回暖、更多刺激房地产需求的政策出台，预计居民部门债务增速及杠杆率将止降企稳。若以前述非金融部门总债务减去非金融企业部门以及政府部门债务，2023 年居民部门债务估算约为 87.46 万亿元左右，增速由上年的 4.91% 回升至 6.88%；杠杆率较去年微升 0.05 个百分点至 67.67%，但仍未达到 2021 年底 68.20% 的水平。从居民部门债务构成看，近年来各分项债务比重基本不变，若以细项债务占比估算，住户银行贷款及公积金贷款规模分别达到 80.09 万亿、7.37 万亿左右，住户银行贷款增速可能微增。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>