



No. 1713

Working Paper

经济新周期之辨——需求、供给与债务

王彬

【摘要】 传统的库存、设备投资与房地产投资都很难在需求面开启新的经济周期。去产能政策弱化库存周期；制造业设备投资面临着诸多约束，如内外需求扩张力温和、货币融资条件趋紧、较高的企业债务、去产能等政策。人口、城镇化等基本面因素决定着我国房地产投资高速增长期已过。供给端来看，在经历了之前 2013-2015 年经济需求低迷、2016 年以来的去过剩产能政策，工业生产领域整体上处于一个结构性的弱出清状态，但仅仅是产能领域的供需改善很难成为经济新周期开启的充分条件。债务角度来看，我国非金融部门宏观杠杆率上行趋势没有改变，非金融企业高杠杆的问题突出，居民部门杠杆上升速度较快。2009 年以来，市场出清较为彻底、总体债务率下降最为明显的只有美国。我国目前尚未经历完整的债务周期。党的十九大提出我国主要社会矛盾已经出现转变，经济发展中的不平衡、不充分问题将成为未来政策制定的基础。展望未来，供给端改革是解决社会主要矛盾与经济新周期开始的必由之路。

【关键词】 债务 供给侧改革 经济发展

【文章编号】 IMI Working Paper No. 1713



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

1937

经济新周期之辨——需求、供给与债务¹

王彬²

【摘要】传统的库存、设备投资与房地产投资都很难在需求面开启新的经济周期。去产能政策弱化库存周期；制造业设备投资面临着诸多约束，如内外需求扩张力温和、货币融资条件趋紧、较高的企业债务、去产能等政策。人口、城镇化等基本面因素决定着我国房地产投资高速期已过。供给端来看，在经历了之前 2013-2015 年经济需求低迷、2016 年以来的去过剩产能政策，工业生产领域整体上处于一个结构性的弱出清状态，但仅仅是产能领域的供需改善很难成为经济新周期开启的充分条件。债务角度来看，我国非金融部门宏观杠杆率上行趋势没有改变，非金融企业高杠杆的问题突出，居民部门杠杆上升速度较快。2009 年以来，市场出清较为彻底、总体债务率下降最为明显的只有美国。我国目前尚未经历完整的债务周期。党的十九大提出我国主要社会矛盾已经出现转变，经济发展中的不平衡、不充分问题将成为未来政策制定的基础。展望未来，供给端改革是解决社会主要矛盾与经济新周期开始的必由之路。

¹ 本文刊发在《新金融评论》总第 32 期

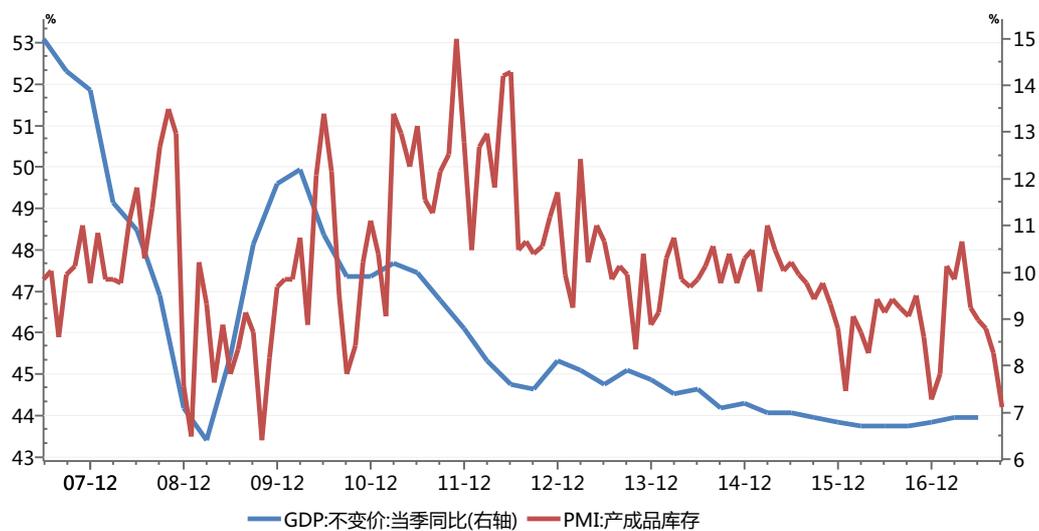
² 王彬，中国人民大学国际货币研究所研究员，中国工商银行投行部研究中心宏观经济首席分析师。

1. 需求端看经济周期——库存、设备与房地产

1.1 库存实际扩张受到去产能政策抑制

需求层面的经济周期经常被提及的是库存、设备与房地产投资周期，分别对应的是基钦周期、朱格拉周期和库兹涅茨周期。库存变化是需求层面经济短周期波动的重要因素。存货的概念比库存更大，包括了库存商品、库存材料、半成品及配件等。库存作为存货最重要的组成部分，存货变化可以近似代表库存变化，存货增加一般在最终资本形成中占 3-4% 左右。2016 年最终资本形成对 GDP 的累计同比拉动为 2.8 个百分点，可以估算存货增加对 GDP 的累计同比拉动大约为 0.1 个百分点。2017 年我国 GDP 增长目标为 6.5% 左右，前三季度累计同比增速实际值为 6.9%，0.1 个百分点在 GDP 目标与实际增速差距中占据了四分之一的部分，因此库存投资变化对短期内 GDP 波动的影响不容忽视。需要注意的是，2016 年初开始，我国开始在部分工业生产领域推进去过剩产能，在经济回暖、工业品价格大幅上升的背景下，去产能政策限制了相关行业库存的扩张，这也是本轮经济 2016 年以来企稳回升但 PMI 产成品库存回升力度弱于以往的一个重要原因。实际上，如果剔除 PPI 同比大幅上涨的价格因素，2016 年以来的产成品库存实际增速没有表现出与名义增速相同的趋势，产成品库存实际增速的回升力度显著弱于名义增速。进一步分行业来看，剔除价格扰动后的各行业库存实际增速在去产能前（2015 年）后（2017 年）的比较可以发现，煤炭、石油、黑色金属、有色等行业在 2017 年的实际库存比去产能前的 2015 年出现了显著的大幅下降，其他非去产能行业的实际库存在去产能前后也出现了变化，但整体反差与变化幅度没有前者明显。此外，2016 年以来随着经济的回暖，在中下游行业的通用设备制造、交通工具制造、电子、仪器仪表、计算机与信息技术等行业的实际库存较 2015 年增加明显，这是经济回暖后这些行业主动补库存的自然结果。可以推断，如果没有强力的去产能政策，上游相关行业至少不会出现如此反经济需求扩张周期、实际库存大幅下降的局面，这些行业很可能会再次扩张产能，形成库存的进一步上升，由此会进一步推高 GDP 增速，也就是说，去产能政策的强力执行不仅对库存周期的反弹形成压制，也在一定程度上对当前经济增速构成了约束。

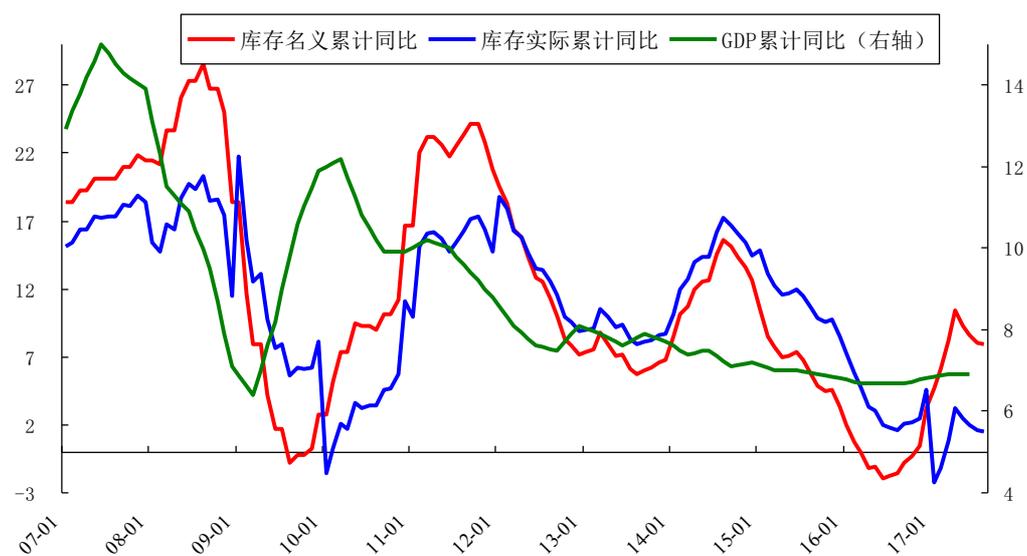
图 1：库存周期（基钦周期）



数据来源:Wind资讯

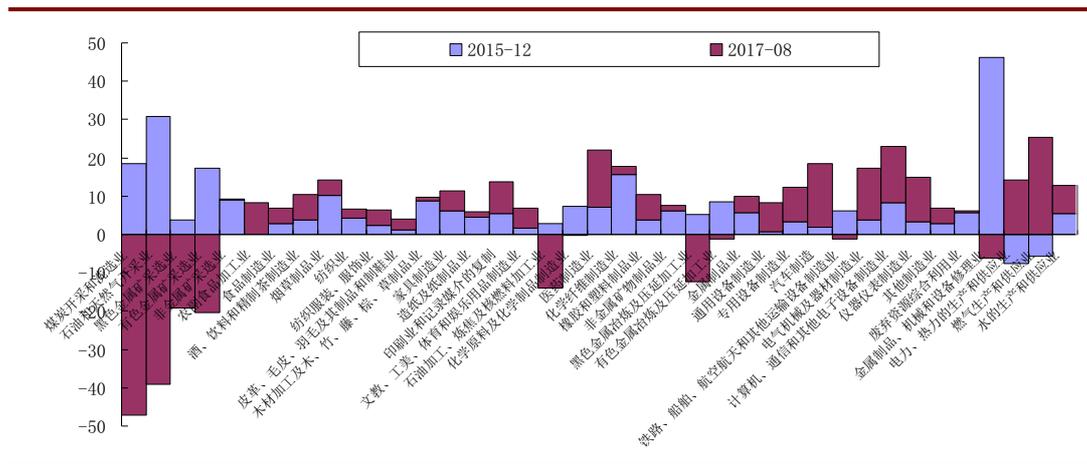
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 2：产成品库存实际增速没有表现出与名义增速相同的趋势



资料来源: 同花顺, 工行投行研究中心

图 3：剔除价格扰动后的各行业库存实际增速在去产能前后的比较



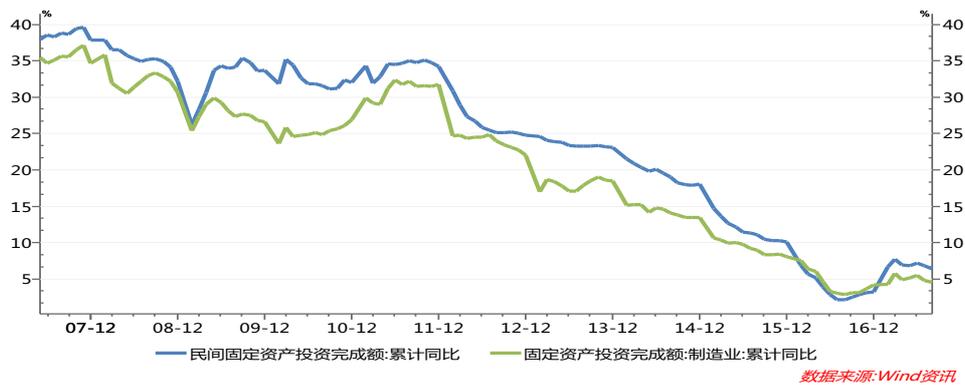
资料来源：Wind，工行投行研究中心

1.2 设备投资扩张缺乏足够的终端需求推动

当前国内外终端需求回升较为温和，基础并不够强劲，这是限制设备投资扩张的最根本因素。三季度，我国经济增长当季同比 6.8%，比 2017 年上两个季度略低，显示经济本轮扩张可能已经开始边际放缓。实际上，2017 二季度以来，消费、投资、出口和工业增加值等数据多次减速、加速，出现反复的波动，其下行走势在 7、8 月之后才逐步被确认。尽管 9 月当月的投资、工业生产等数据比 8 月有所回升，但经济扩张回落的态势已经基本可以验证，这与我们在一季度预判的当时经济增长处于扩张顶点的结论基本一致。从总需求的各分部门看，货物与服务贸易净出口对经济增长累计同比的拉动比二季度降低了 0.1 个百分点，但消费部门则上升了 0.1，最终资本形成与二季度持平。制造业与贸易部门关系密切，出口扩张会带动制造业投资的增长。本轮全球经济从 2016 年二季度以后逐渐表现出复苏态势，其中有两个重要推动因素，一是 2016 年以来的我国需求扩张对欧美出口的拉动，表现为欧美净出口在经济增长中正向作用加强，而欧美经济的扩张反过来又拉动了我国的出口需求，二是欧美私人部门在前期去杠杆后开始部分修复杠杆率。但从长期来看，这些弱复苏都已经进入了下半场。我国国内需求扩张在上半年已过顶部，美国家庭实际工资增长乏力、持续的欧元升值与通胀回落使得欧元区货币金融条件正在转差。此外，人民币兑美元汇率从 2017 年 5 月以后开始了持续升值，人民币中间价形成机制正在从原有的兑美元贬多升少的格局转变为双向波动均在加强，5 月初至今，人民币兑美元和 CFETS 篮子货币升值显著，出口需求的基本面因素和人民币汇率持续升值使得我国出口部门扩张受到滞后影响，这对我国制造业投资也是不利因素。制造业投资放缓与民间投资减速也具有很强的相关性，民间投资占据了制造业投资的大部分，对经济形势、融资成本约束较为敏感。本轮经济回升是弱复苏，内外需求扩张力度较为温和，去产能等政策也限制了相关行业投资，工业企业利润显著分化，2017 年以来货币融资条件趋紧都抑制了制造业投资的进一步扩张。

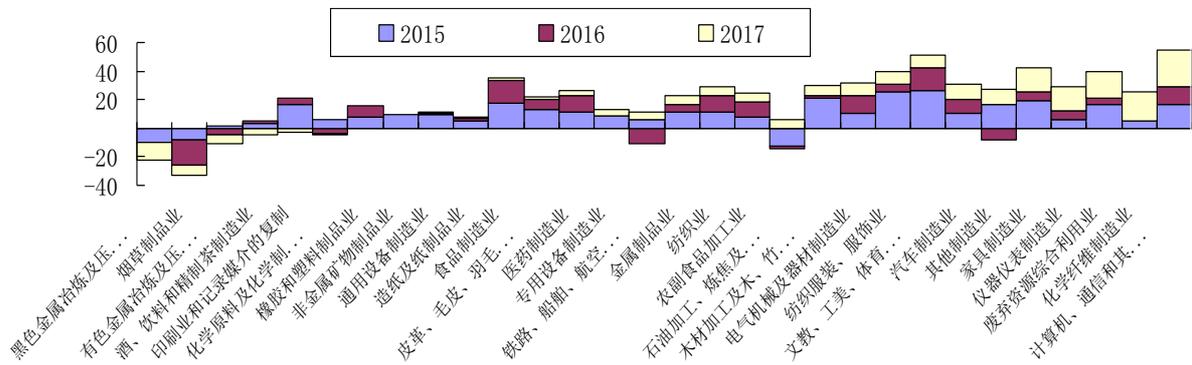
我国较高的企业债务负担也约束着设备投资的扩张。尽管 2016 年以来，企业债务负担边际上有所改善，但微观资产负债率和宏观杠杆率仍然处于较高水平。此外，环保限产、去产能能在钢铁、有色等行业进入实质阶段，这对相关行业的生产和设备投资都形成了制约，成为近期导致制造业投资下行的的重要因素。

图 4：制造业投资与民间固定资产投资



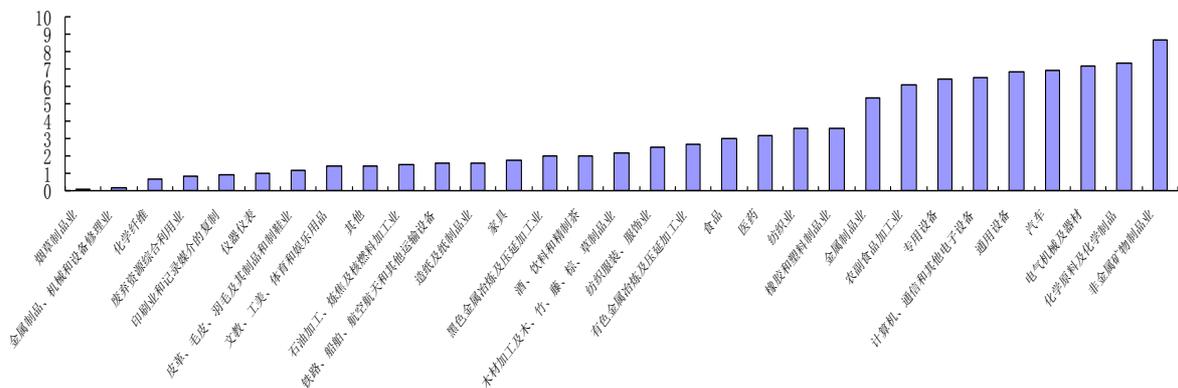
资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 5：制造业各行业投资增速



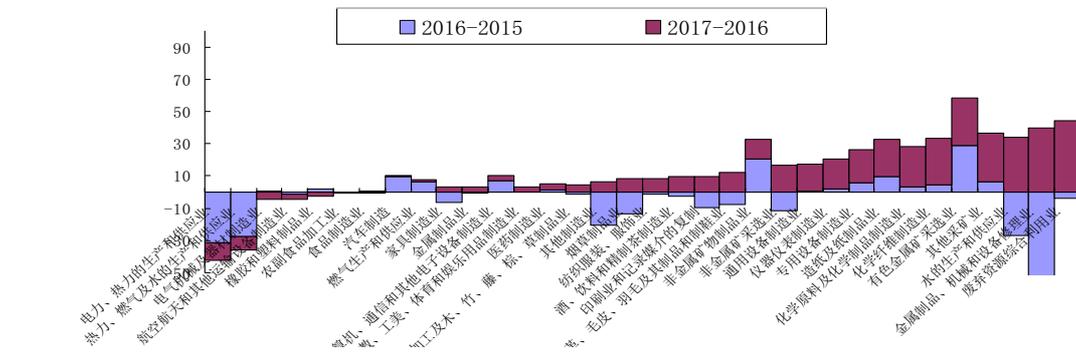
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 6：制造业各行业投资额占比



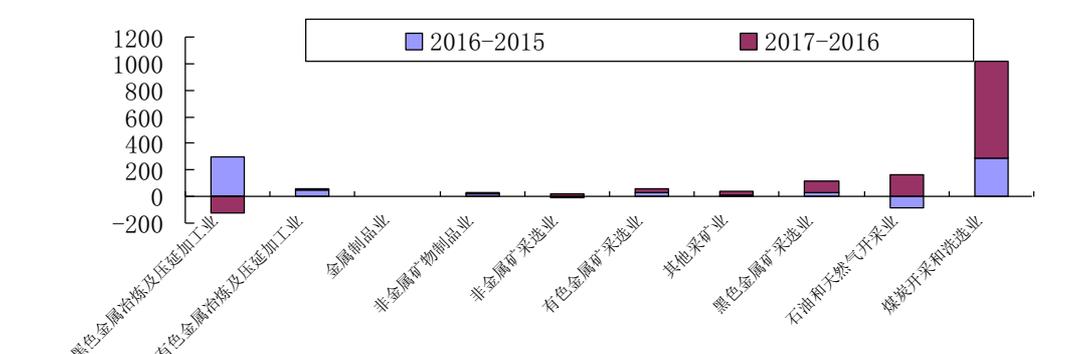
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 7: 非去产能行业的利润情况



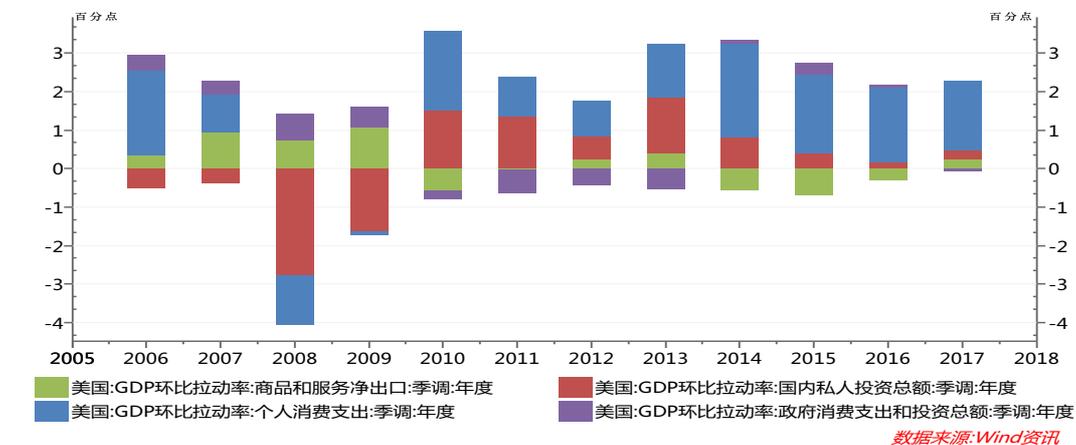
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 8: 去产能行业的利润情况



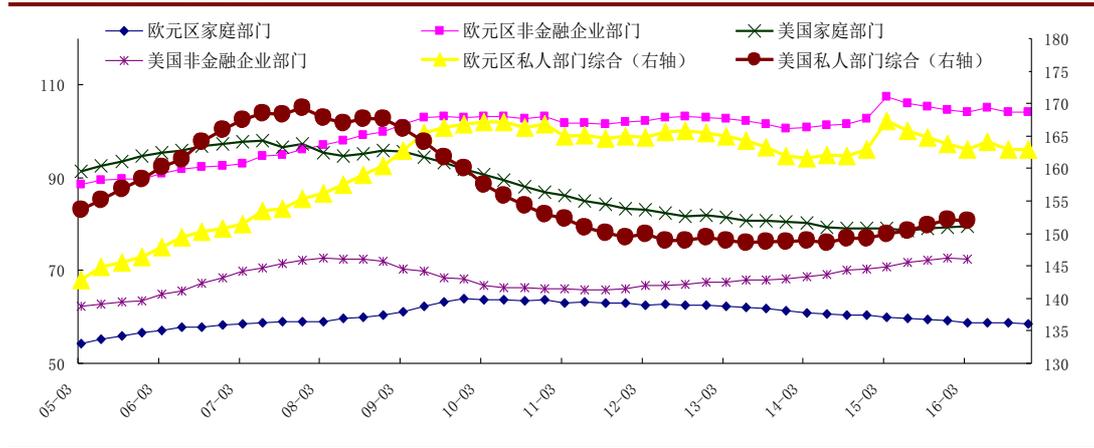
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 9: 美国 GDP 环比增速的结构



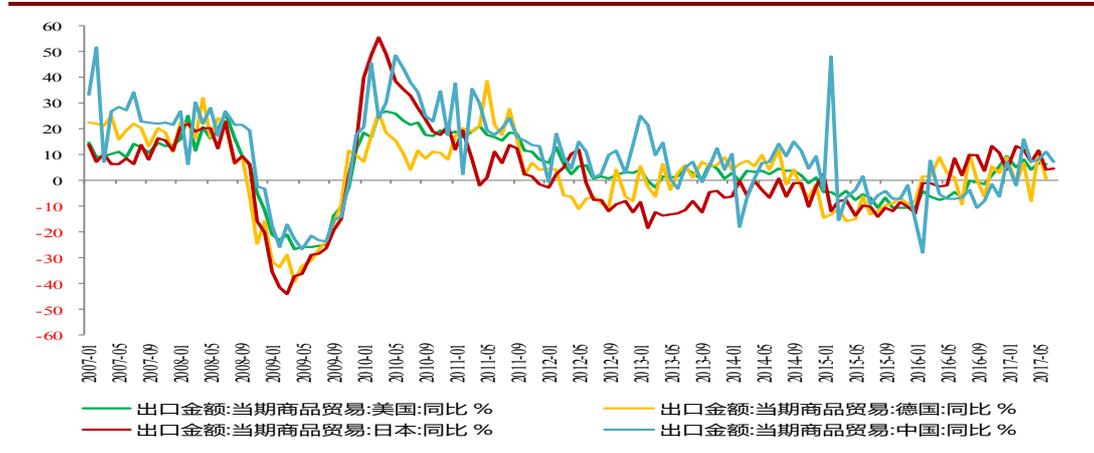
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 10: 欧美私人部门杠杆



资料来源: BIS, 工行投行研究中心

图 11: 国际贸易扩张在 2017 年二季度开始放缓



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

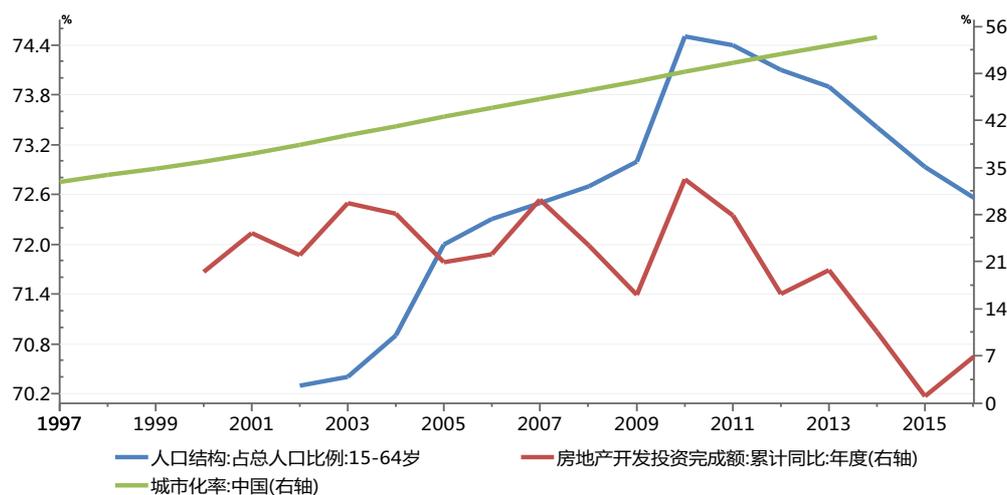
1.3 房地产周期的决定因素——人口、城镇化与货币金融条件

我们可以从三个方面来看待地产周期：人口因素、城镇化进程和货币金融条件。从我国人口结构比例来看，15-64 岁人口比例从 2010 年开始趋势性下降，未来劳动力占总人口比例将会逐步减少，购房人口数和住房需求也会随之减弱；供给方面，目前已建和在建住宅面积与住宅销售面积之间存在较大缺口，我国人均住房面积也与发达国家相差无几，未来提升空间有限，房地产市场面临较大的去库存压力。另一方面，从城镇化率角度看，我国城镇化水平与发达国家相比仍然有较大的提升空间，这意味着人口集中的区域地产价格仍有持续的支撑动力。人口愈加集中也意味着另一些区域人口的净流出，这些地方的地产开发面临更多的调整压力。

从以往经验来看，房地产价格是房地产投资的先行指标，两者关系密切，房地产价格波动很大程度上决定着房地产投资走势。从全球视角来看，横向从房价收入比、房价租金比以

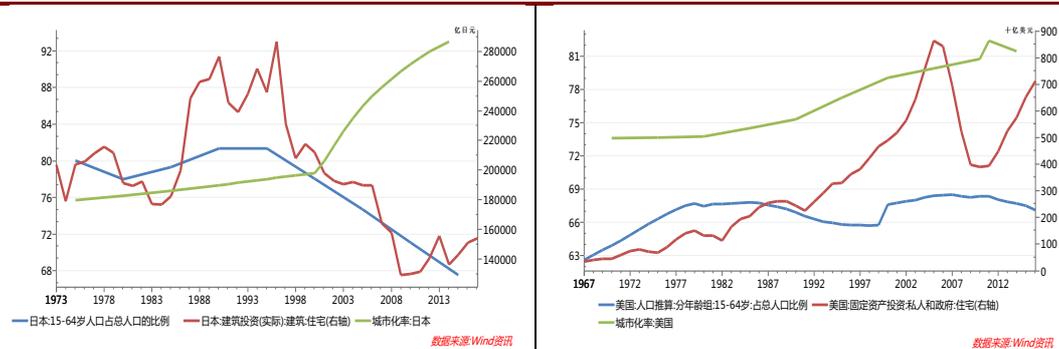
及住房空置率等指标看，我国房地产价格已经逐步远离市场的基本面因素。因此，仅从基本面因素来看，未来房地产价格高速增长的基础条件已经不再。但是，从货币金融方面来看，房地产价格未来依然面临很大的不确定性，非基本面因素在房地产价格中的作用将会越来越显著。2016 年以来，房地产价格出现了新一轮分化式的上涨，这主要依赖于持续的购房鼓励政策出台和宽松的货币政策，很大程度上是对未来住房需求的提前透支。以 2008 年金融危机为分界点，之前的房地产价格持续上涨来自住房需求基本面因素的推动更多，金融危机特别是 2010 年我国人口红利拐点出现之后，房地产价格上涨来自基本面以外的政策刺激、货币金融条件宽松等因素的影响更多，房地产作为资产品的属性明显加强。未来房地产价格增长将会呈现出更加分化的格局，稳增长压力下的货币宽松将会持续，部分热点地区房价成为坚挺的孤岛。这些热点地区的房价由于其稀缺性将会受到城镇化率进一步提高带来的基本面因素和货币金融因素的共同支撑，但广大的三四线城市将更多决定于基本面因素，净流出地区面临价格调整压力。

图 12: 我国 15-64 岁人口比例、城市化率与房地产开放投资增速



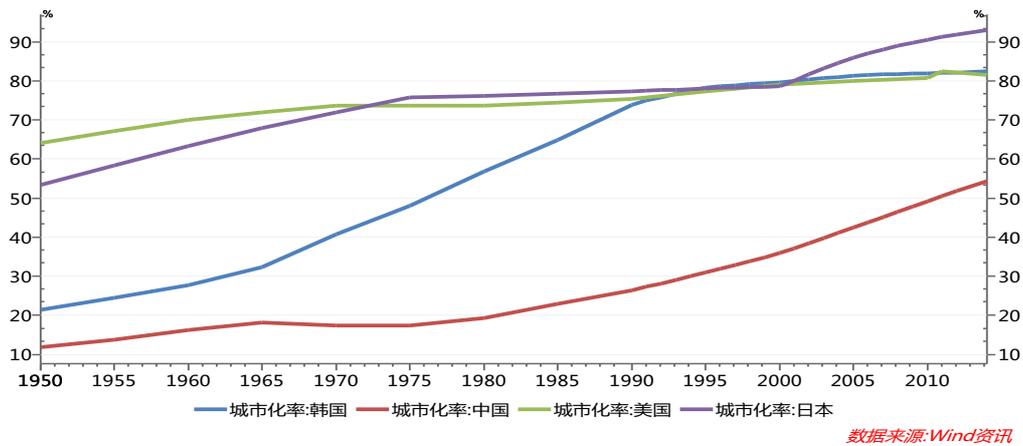
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 13: 日本、美国 15-64 岁人口比例、城市化率与房地产开放投资



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 14：我国城市化率与其他国家的比较



资料来源：Wind，工行投行研究中心

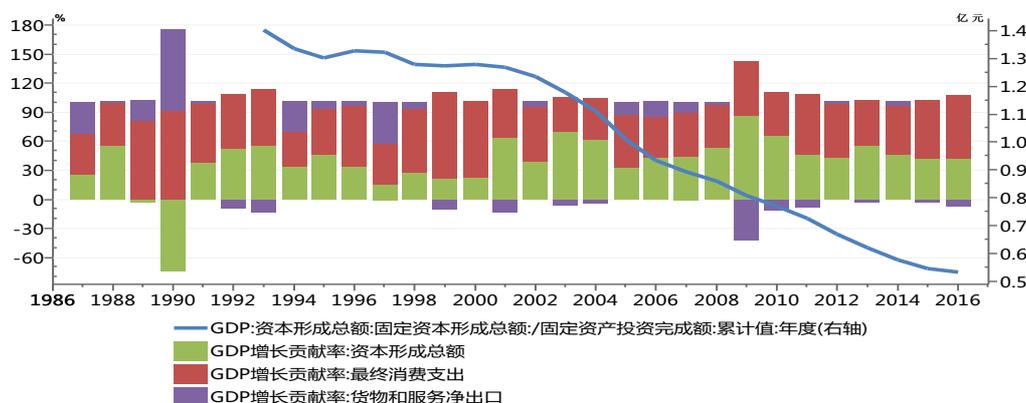
1.4 房地产投资与外需是当前经济总需求企稳的主要因素

三季度经济增速小幅下行，主要受到 7、8 月数据连续下行的拖累。9 月当月固定资产投资、工业增加值均出现反弹，分别为 6.21%和 6.6%，但仍难以完全对冲前两个月的下行，从而使第三季度当季经济增速比前两个季度微降 0.1 个百分点。从需求方面看经济增长，其中消费需求对经济同比增长的拉动分别是 4.5 和 4.1 个百分点。其他需求如最终资本形成和净出口的拉动为 2.3 和 0.2 个百分点。如果仅从数据大小来看，消费需求确实是经济增长中贡献最大的，但消费的波动性一直不大，相对稳定。2013 年以来，消费需求在经济增长中的年度拉动分别是 3.9、3.8、4.6、4.3、4.5 个百分点，但最终资本形成与净出口近五年以来对经济增长的拉动则表现出显著的趋势性和波动性，其中最终资本形成对经济增长的拉动近五年以来分别是 4.2、3.6、2.99、2.8、2.3 个百分点，下行趋势明显；净出口对经济增长的拉动近五年以来分别是-0.3、0、-0.12、-0.5、0.2 个百分点，波动幅度显著。因此，从以上数据事实可以看出，需求层面的固定资产投资、净出口才是导致经济增长波动的最主要因素，去年下半年以来经济回温的主要需求动力也正是房地产投资的回升与外部需求的转好。由此综合来看，我国消费需求尽管占比最大且增长较快，但这是不能企稳经济增长的，其相对稳定的增速与日益扩大的总需求占比恰恰反映的是投资效率的持续下降与贸易部门的波动。投资需求、出口与工业生产的相对高波动性和较大的趋势变化才是我国本轮经济也是以往历次经济企稳的关键变量。因此，研判未来经济走势，依然应当更多关注投资、贸易部门。

本轮经济正处于自 2016 年下半年以来弱复苏的后半段。推动当前经济企稳的两大因素是外部需求的改善和房地产投资的恢复。从外部需求来看，金融危机冲击后，欧美私人部门

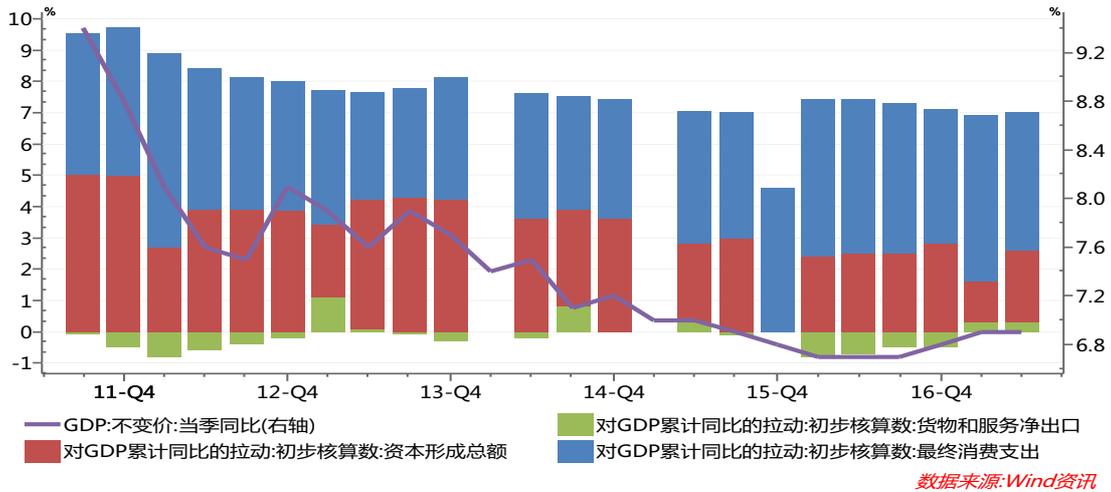
经历了去杠杆后，重新开始了缓慢的加杠杆过程。从美国家庭部门杠杆率来看，2014 年开始逐渐筑底之后逐渐缓慢回升。欧元区经济家庭部门杠杆变动过程滞后于美国，目前大约处于筑底过程，未来也可能有所恢复。发达经济体的需求转好是我国出口回升的主要因素。未来一段时期内，全球经济弱复苏的进程仍然可以持续，这是我国出口回暖的基本面因素。从内部需求来看，虽然基建、制造业投资增速在回落，但房地产投资在 9 月仍然维持了较高的增速，与一二线城市迥异的三四线城市房地产开发投资成为当前房地产投资增速的主要推动力。消费在经济增长中的贡献虽然是第一位的，但消费一直比较稳定，其占比变化通常是投资、贸易带来的被动变化。近两月的货币金融数据表明实体经济部门融资并不差，宏观经济数据虽然不及预期，但仍在可以接受的范围，整体经济运行表现出较强的韧性，其主要驱动因素外需与房地产投资的相对稳定。需要关注的是，这两大因素自身也面临一些不确定因素的影响，如贸易保护主义可能加剧、人民币汇率近期持续升值对出口的影响，房地产销售、投资融资条件的后续变化等。

图 15: 投资效率持续下降推升消费对 GDP 的贡献率



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 16：贸易部门复苏是上半年我国经济增长超预期的重要推动力



资料来源：Wind，工行投行研究中心

2. 从供给端看经济周期——基于工业过剩产能去化的视角

从供给端观察经济周期的逻辑是，面对需求端的下行，通过供给端压缩产能、形成供给收缩可能会促进形成新的供需平衡。之所以选取工业生产（工业是第二产业的代表性部门）作为供给端的观察窗口，是因为工业生产是经济总供给波动的最关键变量。尽管当前第三产业发展迅速，但其在经济增长中的作用与总需求中的消费类似，对经济增长贡献的占比最大但波动性显著小于工业生产。2013 年以来，工业生产对经济增长的拉动从 3.8 个百分点持续下降，直至 2017 年企稳至 2.5，降幅高达 1.3 个百分点，但此期间的服务业拉动则从 3.7 上升至 4.1，增幅仅为 0.4 个百分点，因此工业生产的波动是供给层面经济增长波动的最主要因素，工业部门增加值的回落对总供给的变化几乎是决定性。

2016 年以来，我国在若干工业生产领域推进供给侧改革，压降过剩产能，涉及的行业主要集中在上游和部分中游工业领域，包括煤炭、钢铁、有色金属的采矿与生产等。同时，伴随着我国经济在 2016 年二季度以后逐渐企稳和增长超预期，工业品出厂价格 PPI 开始大幅回升。价格是市场供需双方力量对比博弈的信号，如何从各行业 PPI 显著分化的事实中解构出行业供需之间的变化对价格的影响特征，在部分行业进行供给侧去过剩产能是否带动了行业供需新平衡的转换呢？这些问题对于从供给端理解经济新周期无疑具有积极的参考意义。

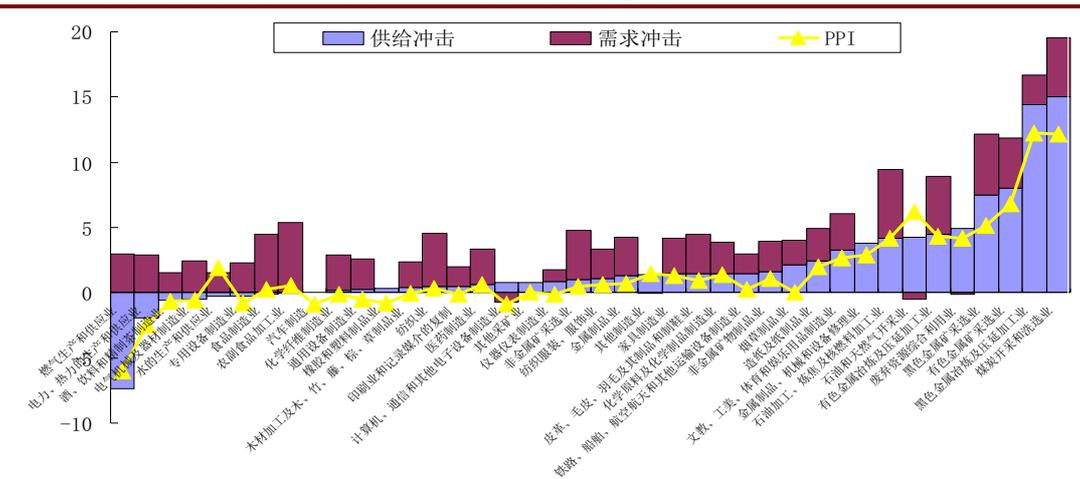
2.1 各行业市场供需层面分解的逻辑框架

我们可以通过一个简单的统一框架来回答这一问题。其大致的逻辑是，行业出厂价格 PPI 是供给与需求共同决定。行业需求可以用行业实际销售量进行表征，行业供给由于没有直接的变量可以度量，因此可以认为，行业 PPI 在剔除需求因素后得到的时间序列就能够代表行业供给的变化情况。行业主营业务剔除行业 PPI 后可以得到行业实际销售量。本文基于 40 个主要行业的数据，对各行业实际销售量同比变化对行业 PPI 同比变化进行面板回归，得到的残差即为各行业的供给冲击变化情况，如果残差为正，说明供给端冲击对 PPI 具有推升作用，说明供给端产能收缩带动 PPI 上涨；相反，如果残差是负值，说明供给端存在产能过剩，PPI 由此被拉低。回归模型中的行业销售量*回归系数代表了需求端对行业 PPI 的影响，与供给端的逻辑相似，如果行业销售量*回归系数为正，说明需求拉动 PPI 上升，如果是负值，则说明需求疲软，带动 PPI 下降。

2.2 三个时期考察行业供给端冲击的特征

为了便于对比，本文数据区间是 2006Q2-2017Q2，分别考察了三个特征时期：2006-2008 年我国金融危机前经济处于出口+投资双轮驱动的需求过热时期，2009-2011 我国为应对外部金融危机实施的大规模经济刺激时期，2016 年以来我国在若干工业领域开始推进供给侧改革、去过剩产能时期。

图 17：各行业供给与需求冲击与各行业 PPI（供给侧去产能时期）



资料来源：Wind，工行投行研究中心

从回归结果得到的图示中可以看到，在 2016 年以来的去产能时期中，那些 PPI 越高的行业，其供给端产能收缩的推升作用也越强，需求端对这些行业 PPI 的拉动作用相对低于供给端。这些行业主要是煤炭开采，黑色金属矿采，黑色金属冶炼与压延加工，有色金属冶炼与压延加工，有色金属矿采，石油和天然气开采，石油加工、炼焦及核燃料加工等，这些与本轮去过剩产能的相关上中行业基本一致，显示出供给端冲击对推动行业 PPI 的作用大于经济回暖带来的需求端拉动。对比另外两个时期，四万亿期间，我国 PPI 同样大幅上升，其中供给因素在行业 PPI 上升中作用大于需求的行业包括石油和天然气开采，化学纤维制造，橡胶与塑料制品，纺织，金属制品、机械和设备制造。金融危机前，供给因素在我国行业 PPI 上升中作用大于需求的行业包括石油和天然气开采，黑色金属冶炼与压延加工，农副食品加工，黑色金属矿采，橡胶与塑料制品，金属制品、机械和设备制造。后两个时期的供给端冲击在 PPI 上升中贡献占优的行业涉及的行业链条范围相对较为分散，这表明后两个时期的供给短缺可能更多是行业内生驱动。

更为值得关注的是，三个时期，只有四万亿时期存在广泛的行业供给端带动 PPI 下降的特征，金融危机前各行业供给端整体对 PPI 是推升的，说明当时的供给相对滞后与旺盛的总需求。四万亿时期的图示结果反应出，当时大规模生产投资形成的新增产能对行业价格的压制，但另一方面，四万亿时期总需求大规模扩张则更大力度的拉升了 PPI，由此形成出当时需求扩张与新增产能对行业 PPI 的正反两方面的作用。当然，2012 年以后随着经济总需求的逐步回落，之前的新增产能转变为过剩产能，最终导致了 2013-2015 年以来的 PPI 持续大幅负增长。

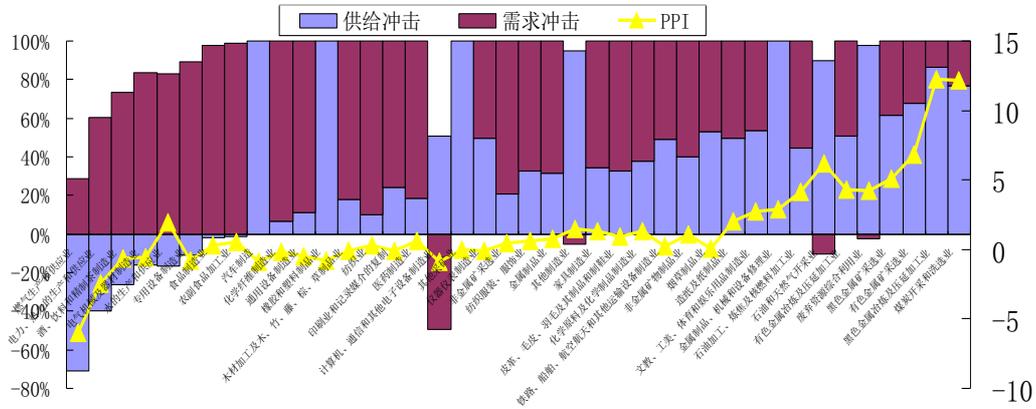
需要指出的是，2013-2015 年期间，由于经济政策相对中性，需求回落导致很多行业出现产能自然收缩和出清，由此形成了新的供需平衡。作为证据，我们在供给侧去过剩产能回归结果中看到，这一时期除去燃气、电力和水的生产等相关基础设施行业外，其他大部分在四万亿时期供给冲击负值的行业在本轮去产能时期，供给端冲击几乎归零或者转为正向，说明此时行业供给对行业 PPI 已经基本没有压制的作用了，这些行业很多又是民营经济较为活跃的领域。

综上所述，可以认为，2016 年以来，除水电燃气等个别行业存在较大的供给负冲击之外，煤炭钢铁有色等行业在国家推进的去产能政策下出现了供给的收缩与部分产能出清，其他多数相关行业则在 2013-2015 年期间在一定程度上实现了自然的市场出清过程。

2.3 生产领域供给端出清不足以启动经济新周期

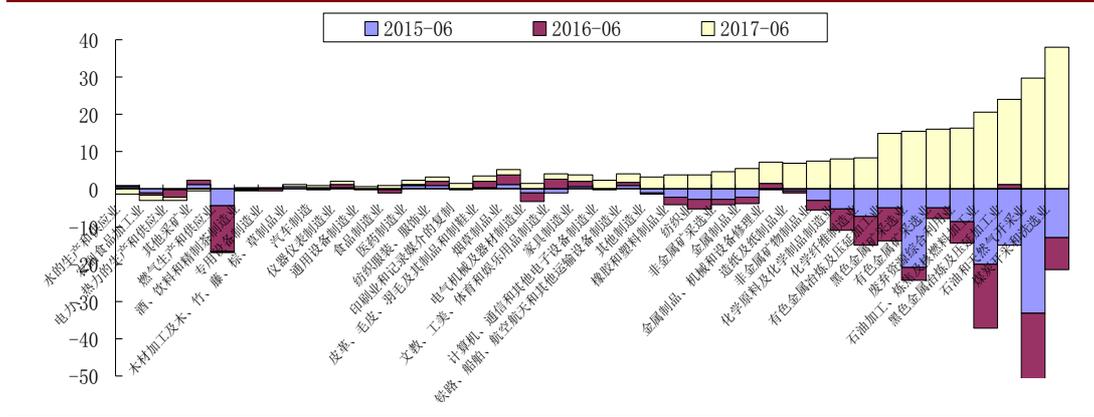
结合以上研究结论，从供给端来看，在经历了之前 2013-2015 年经济需求低迷、2016 年以来的去过剩产能政策，工业生产领域整体上处于一个结构性的弱出清状态，这并不是一个完全市场化的出清过程。如果从工业行业的供给端来看，当前经济确实可以说是站在一个新的出清起点上，但是这很难成为经济新周期开启的充分条件。原因在于，第一，当前过剩产能行业的生产收缩很难说是市场化的，其产能收缩程度可能会偏离市场均衡，或者在外部限制压力减弱后，地方利益等因素可能会使得产能可能重新扩张，导致供需失衡。第二，工业企业虽然产能得到一定出清，但从债务角度来看，我国非金融企业特别是国有企业较高的宏观杠杆率仍然没有得到系统性地有效改善，作为微观主体的企业没有实现在过剩生产、高杠杆率层面的双重出清，当前完成的仅仅是生产层面的部分出清，未来国企去产能、降杠杆仍将持续中。第三，内外部需求虽然未来大幅下行的风险不大，但也基本处于扩张的顶点，总需求边际放缓的大背景下，工业生产领域的产能收缩只是使得供需达到新的均衡点，未来新经济周期出现必然是需求层面或者是制度供给的显著改观，这些在短期内难有突破。

图 18：各行业供给与需求冲击对各行业 PPI 的贡献程度（供给侧去产能时期，PPI 右轴）



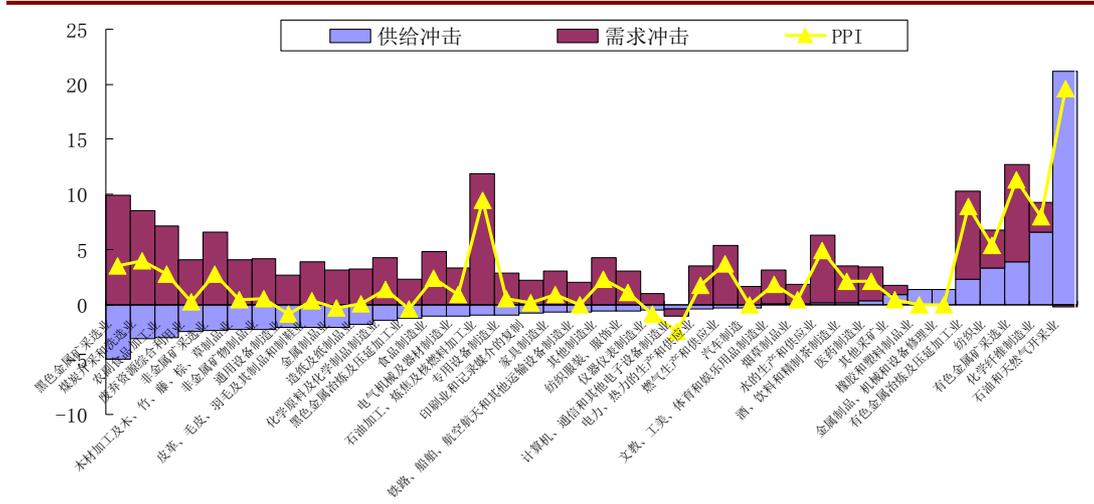
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 19：各行业供给端冲击的年度变化情况（供给侧去产能时期）



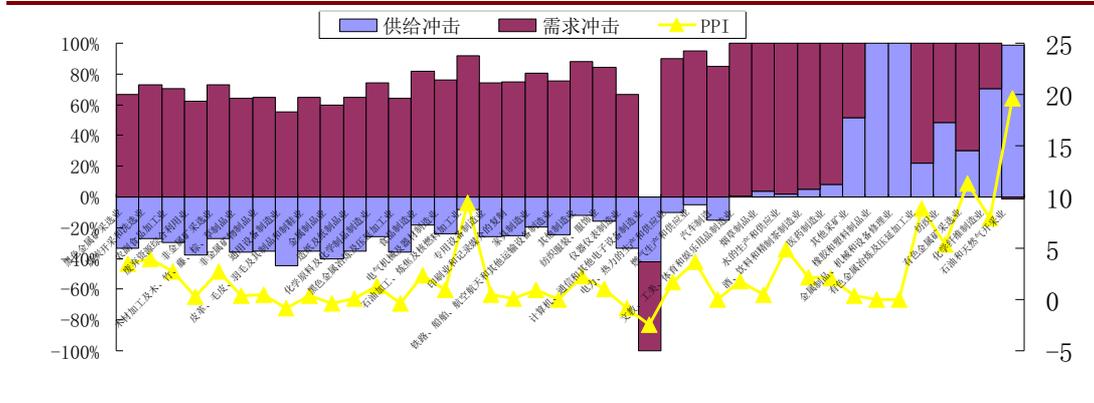
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 20：各行业供给与需求冲击与各行业 PPI（四万亿时期）



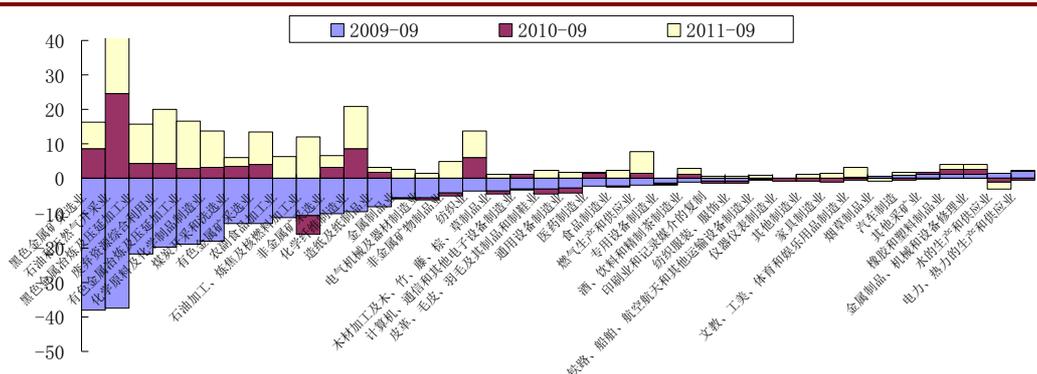
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 21：各行业供给与需求冲击对各行业 PPI 的贡献程度（四万亿时期，PPI 右轴）



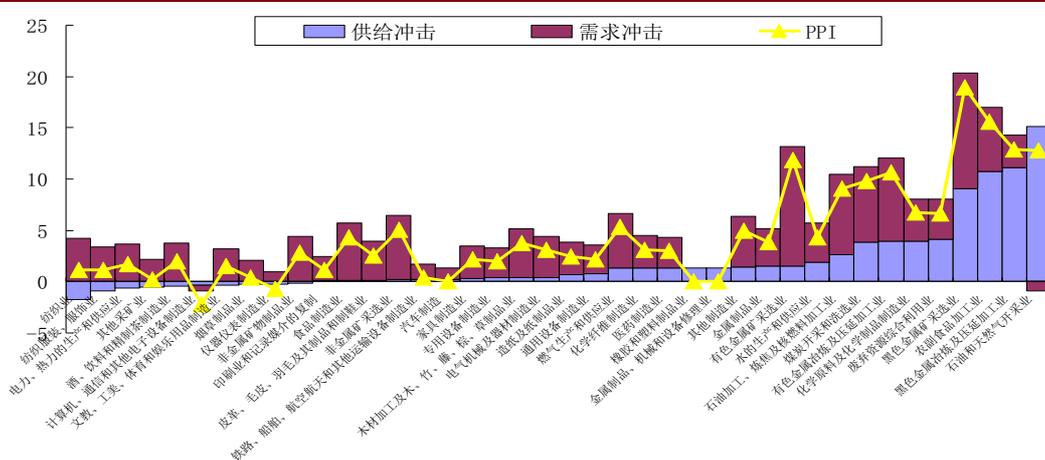
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 22: 各行业供给端冲击的年度变化情况 (四万亿时期)



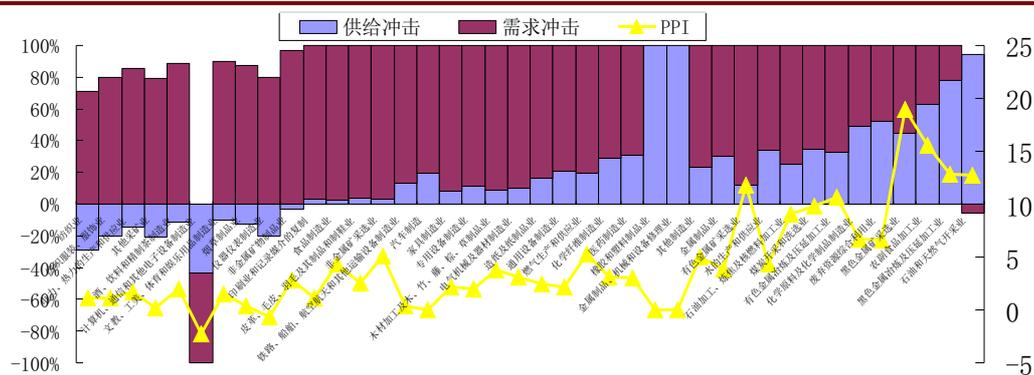
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 23: 各行业供给与需求冲击与各行业 PPI (金融危机前时期)



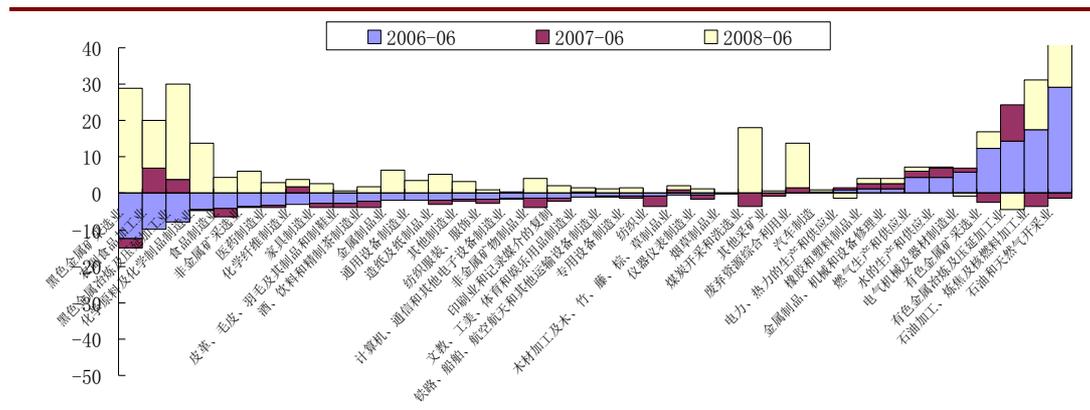
资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 24: 各行业供给与需求冲击对各行业 PPI 的贡献程度 (金融危机前时期, PPI 右轴)



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

图 25：各行业供给端冲击的年度变化情况（金融危机前时期）



资料来源：Wind，工行投行研究中心

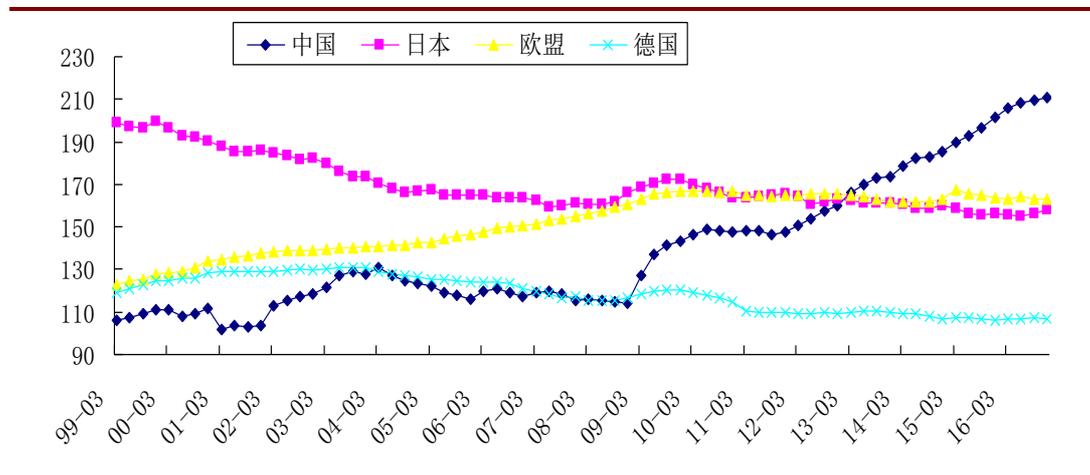
3. 债务视角看经济周期——企业杠杆率依然处于高点

3.1 我国各部门债务的历史演进

2009 年以来，我国经济增长驱动因素已经从危机前的贸易+投资双向驱动向后危机时代的投资单极驱动转换。从我国债务的动态演进轨迹来看，2009 年之后，我国宏观杠杆率有了显著上升，此后一路上行，直至近期的 225%。横向来看，我国杠杆率总水平已经超过了新兴市场国家的均值，接近美日欧等发达国家经济体。

从债务结构来看，我国高负债率主要来自于政府部门的公共债务和非金融企业债务。经过 2015 年接近 3 万亿的地方债务置换，政府债务水平有所下降，目前与新兴市场国家均值接近，远低于发达国家，40%的负债率也低于一般公认的 60%警戒线。非金融企业杠杆率，不仅远高于所有国家，债务增长也在不断加速，成为我国债务风险最为集中的部门。此外，居民部门债务占比不大但近年来增长较快。

图 26：各主要经济体的非金融私人部门债务情况



资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 27: 非金融部门融资成本支出

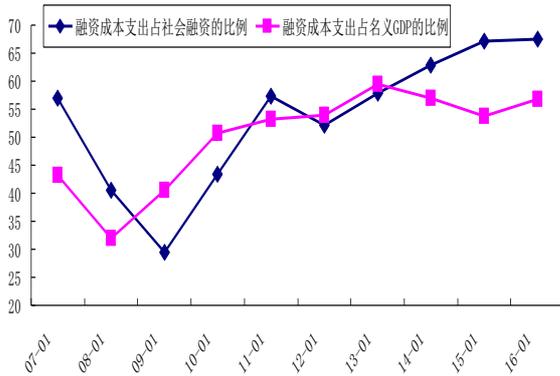
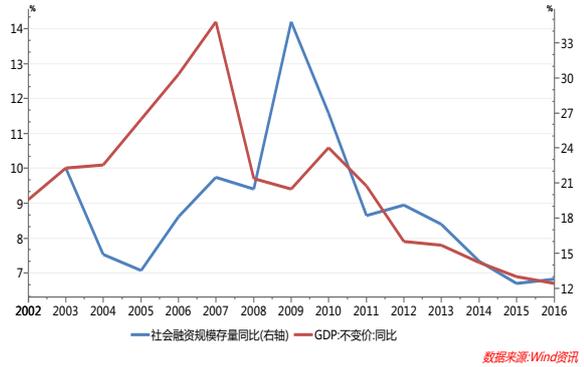


图 28: 社会融资规模与经济增长

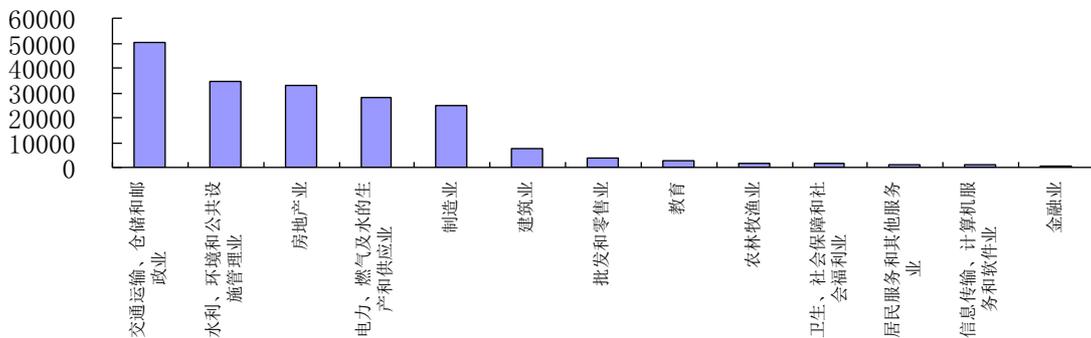


资料来源: Wind, 工行投行研究中心

3.2 我国非金融企业部门债务的主要特点

我国企业的债务主要集中在贷款和债券方面。从贷款和债券数据方面看,我国企业部门债务的绝大部分来自国有企业负债,占80%左右。从2008年以来企业新增贷款的行业分布看,主要分布在工业、材料、公用事业和能源等领域;从当前存量债务的行业分布情况看,主要分布在公用、铁路、矿产、运输、石油天然气等行业。

图 29: 金融机构中长期贷款实际投向



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

3.2.1 我国企业杠杆率变化的历史沿革

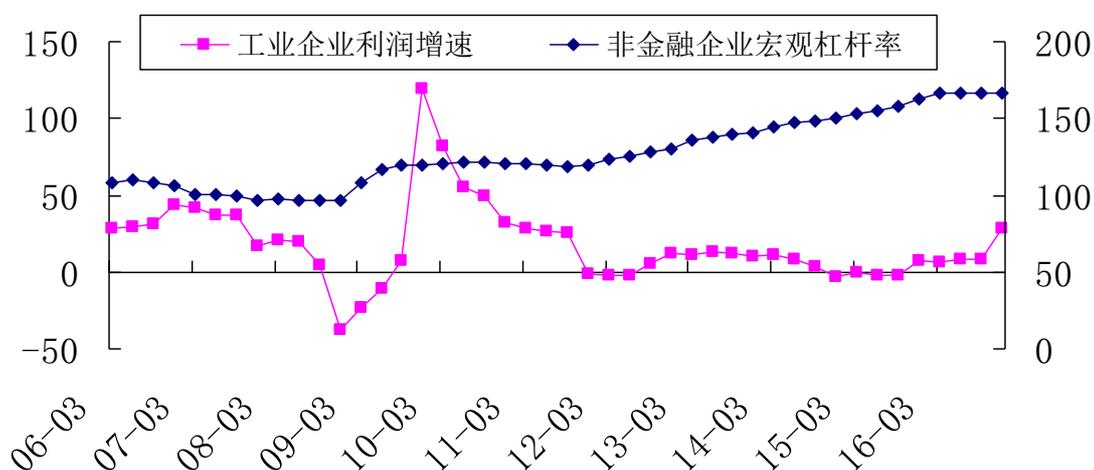
上世纪90年代以来的加杠杆。改革开放初期,我国企业负债率普遍处于低位,但经过10多年不断累积,特别是1992年以后全国性的投资热潮涌现,企业负债率从90年代中后期开始加速上升,这其中很多国有、民营企业出现了资金链断裂,陷入资不抵债的境地,而且形成了以“三角债”为主要特征的企业债务结构。1997年亚洲金融危机的冲击使得我国加大了扩张内需的力度,国内企业债务率继续攀升。到2000年至2001年,国家开始采取破产核销呆坏账、债转股、通过上市公司增资扩股等方式,债务杠杆率重新有所回落。

2001-2007年的去杠杆。这一阶段是我国企业资产负债率有效降低的黄金时期。这最主

要得益于 2001 年我国加入 WTO 后，经济快速增长的红利带动了各行业领域的迅速发展。从 2001 年到 2007 年，快速的信贷扩张也并未导致过度杠杆化。2006 年经济初现过热的苗头，企业杠杆率再次回升。2007 年通胀风险开始受到关注，企业杠杆率重新回落到 2001 年水平。

2009 年以来的加杠杆。2008-2009 年国际金融危机的外部冲击下，我国推出大规模刺激政策，产能扩张是以负债率提升作为基础的。这一阶段我国各部门负债率均出现了显著攀升，其中企业和地方政府负债占 GDP 的比重年均分别上升 6% 和 1.36%，企业债务增速远大于地方政府债务增速。经济增速放缓，产能严重过剩，盈利能力下降，财务与利息费用持续超出利润增速，导致企业负债居高不下。2016 年以来，去产能推进与经济回暖，使得部分去产能行业利润得到空前改善，但从整个非金融企业部门来看，行业利润是分化的，广大中下游行业利润没有得到有效改善，非金融企业整体杠杆率在 2016 年仍在上升。

图 30：企业债务与盈利能力



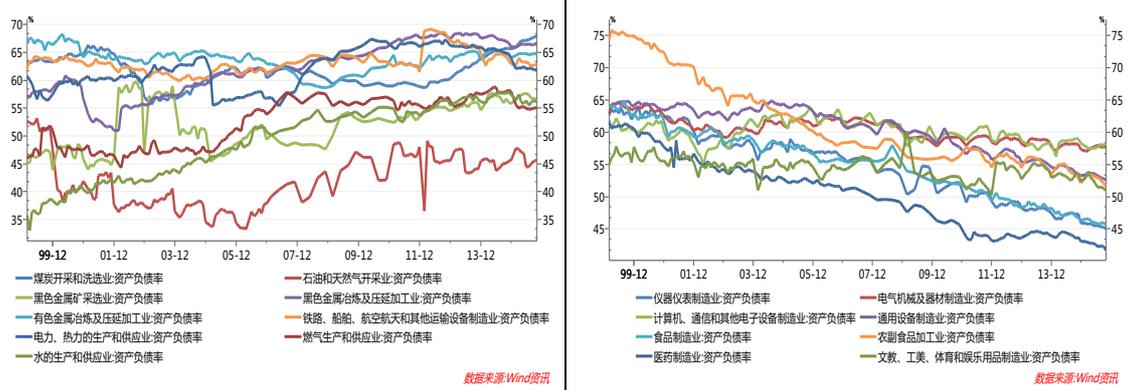
资料来源：Wind，工行投行研究中心

3.2.2 国有与民营企业的杠杆率分化

从企业的属性来看，2008 年以后随着经济实质性的转差，国有、民营企业和各自主导行业的微观负债率出现了明显的背离，国有企业负债率逆经济周期显著上升，民营企业负债率则顺周期下行。总体盈利能力系统性下滑，其我国国有企业下滑最为明显，这与其高负债率与高融资成本、过剩产能突出有直接关系。民营企业盈利虽有下滑，但依然在所有属性的企业中高居首位。民营企业多涉及更具市场化竞争的行业和领域，其自身的灵活调整与市场化机制运作，有利于其在所属领域的市场出清与价格灵活调整，规避了逆经济周期出现的高负债率与低效投资等问题。

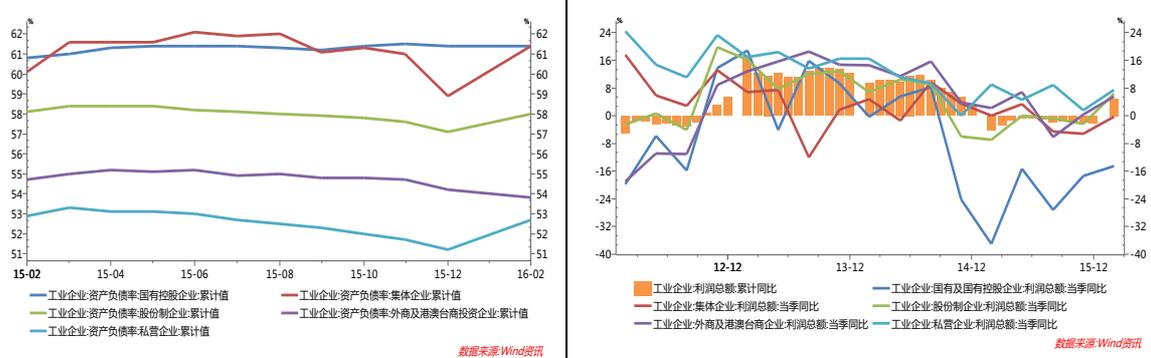
从行业的属性来看，高负债率行业也大都与国企占主导的行业重合。特别是在能源、钢铁、基础设施建设以及房地产行业，在 2009 年之后有了显著地跃升，显示出逆经济周期调控在行业层面的干预和影响。

图 31：国企主导行业与民营经济活跃行业的负债情况



资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 32：不同属性工业企业的资产负债率与盈利情况比较



资料来源：Wind，工行投行研究中心

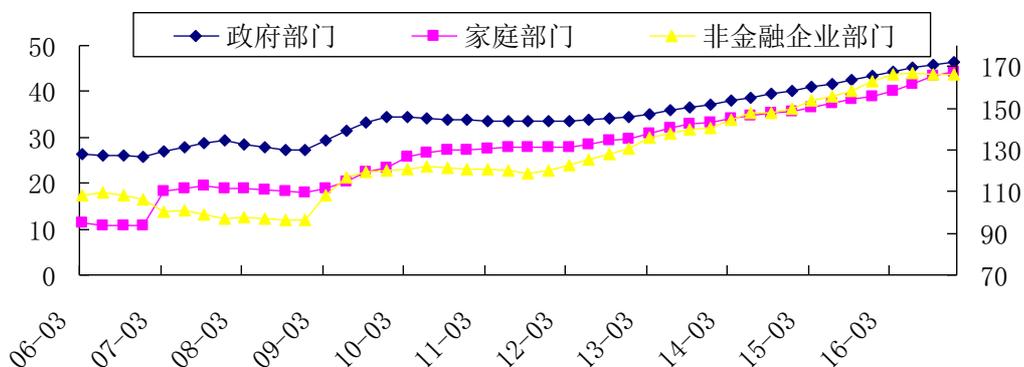
3.3 我国尚未经过完整的债务出清周期

总的来看，我国债务总体水平虽然可控，但增速过快，各部门债务存在显著的不平衡。2009 年时非金融企业、政府部门债务杠杆率快速上升，居民部门债务较低，但 2016 年居民部门加杠杆开始加速。值得注意的是，我国债务主体来自于企业和融资平台，债务投向主要是生产和投资领域，这与部分发达国家以居民消费为债务主体、债务主要投向消费领域有着很大的差别；我国外部债务比例显著低于新兴市场国家，外部债务风险敞口很小，较低的外部债务比例也为我国债务问题的处置提供了较大的回旋余地。

金融危机以来，我国宏观杠杆率仍处于上行阶段，没有任何迹象显示我国经历了完整的债务周期。2009 年以来，市场出清较为彻底、总体债务率下降最为明显的只有美国。特别是金融危机前高杠杆的金融部门、家庭部门，负债率有了显著下降。非金融企业债务也呈现出温和的下降，政府债务则有所上升。对比其他国家，无论是欧日还是新兴市场国家，总体债务率均处于上升态势。从这一角度看，降低债务总负担并不容易，美国量化宽松政策最为坚决，但市场出清也作为彻底；欧洲、日本不仅在货币宽松上表现出犹豫和妥协，其在处理欧洲主权债务危机、日本“僵尸型”企业的过程中也受到更多非市场化因素的干扰，最终导致债务负担依然过重，高负债部门没有实质性的改善。实际上，欧洲经济本轮回暖主要来自

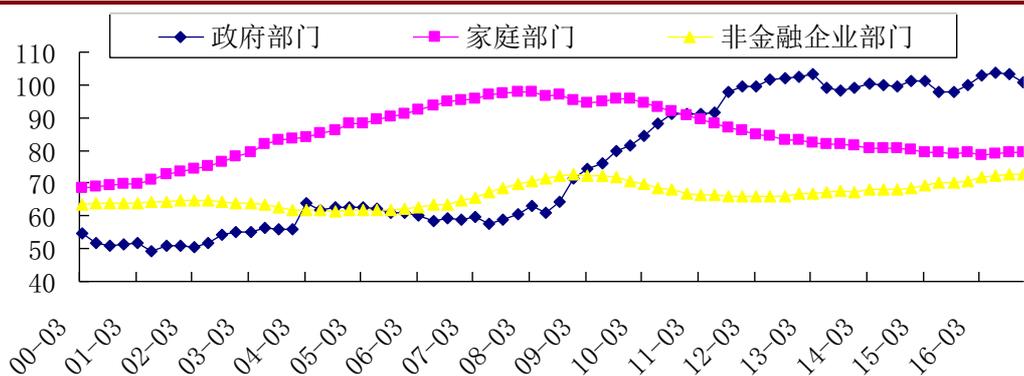
两个重要因素：2015年以来的货币条件宽松与2016年中国经济需求扩张拉动，其私人部门债务出清程度相对美国来讲并不明显。

图 33：我国各部门债务情况（非金融企业，右轴）



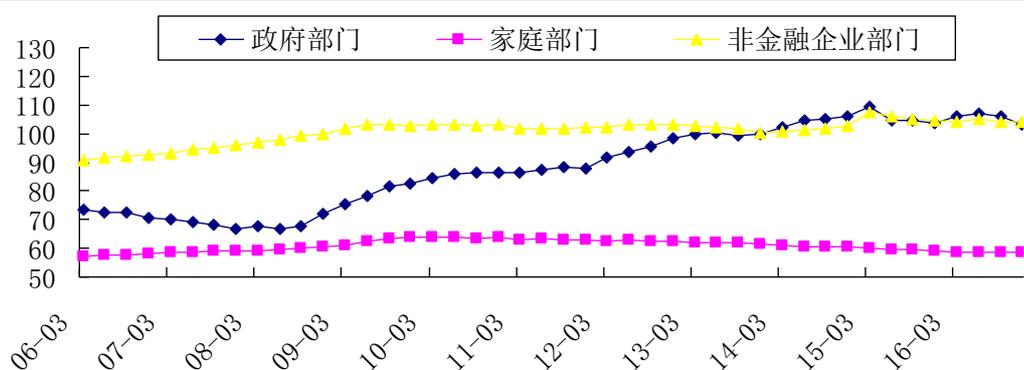
资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 34：美国各部门债务情况



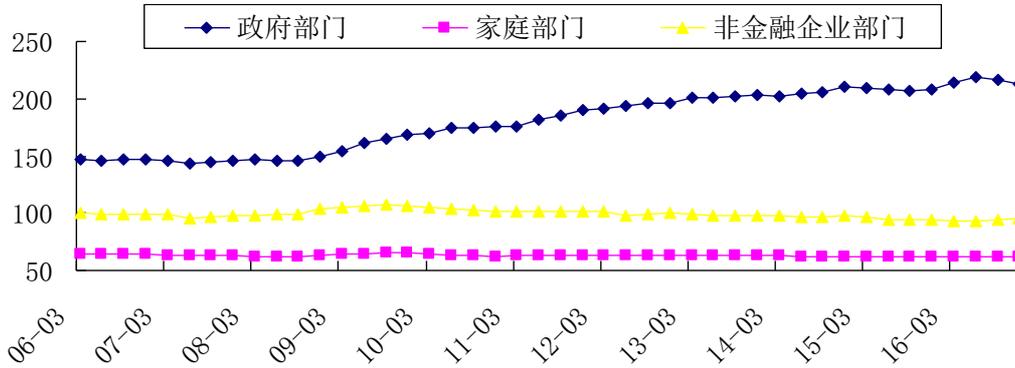
资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 35：欧元区各部门债务情况



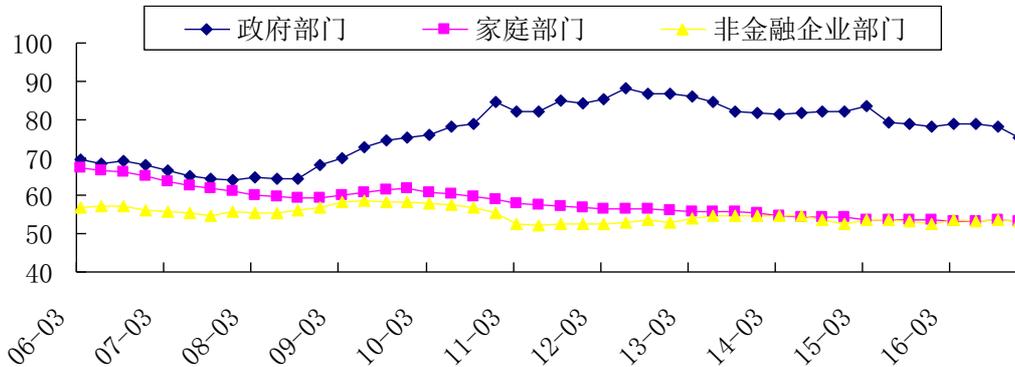
资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 36：日本各部门债务情况



资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 37：德国各部门债务情况



资料来源：BIS，工行投行研究中心

4. 供给端改革是解决社会主要矛盾与经济新周期开始的必由之路

习总书记在我国共产党第十九次全国代表大会报告中明确指出：“我国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。我国稳定解决了十几亿人的温饱问题，总体上实现小康，不久将全面建成小康社会，人民美好生活需要日益广泛，不仅对物质文化生活提出了更高要求，而且在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面的要求日益增长。同时，我国社会生产力水平总体上显著提高，社会生产能力在很多方面进入世界前列，更加突出的问题是发展不平衡不充分，这已经成为满足人民日益增长的美好生活需要的主要制约因素”。

从这段表述来看，结合我国当前经济现状，未来政策导向应当是更多以结构均衡和扩大有效供给为导向的，即在现有经济存量基础上，着力推进结构的优化与均衡。通过供给端结构性的有效调整，提升全要素生产率和经济内生动能，最终实现经济潜在增速在更高质量上

的回升，实现跨越式发展。历次的经验表明，供给端的结构改革与调整是经济新周期开始、系统性提升全要素生产率和潜在产出的必由之路。从改革开放以来我国全要素生产率的变化历程来看，大致有三次显著地提升：第一次是上世纪 80 年代在农村开展的家庭联产承包责任制和搞活集体经济，激活了农业生产；第二次是 1992 年邓小平南巡、确立社会主义市场经济体制，激发了随后的全国投资热潮；第三次是 2001 年我国加入世界贸易组织，贸易比较竞争优势得以发挥，是我国彻底摆脱了 1997 年亚洲金融危机的阴霾。当前，我国提出的结构性改革正是为了实现第四次全要素生产率全面提升、经济转型实现跨越发展。如果我国经济能够转型成功，我国未来潜在产出增长率仍有一定提升空间。从近几十年的经验看，改革开放的持续推进对我国潜在增长水平产生了巨大影响。受劳动力供给趋紧、经济发展方式转变等影响，潜在增长速度有可能会呈现阶段性放缓态势，此时保持经济平稳较快发展关键是要提升生产效率和经济活力，通过向改革要动力，向结构调整要动力，向改善民生要动力，释放巨大的改革红利，促进经济持续健康发展。

供给端改革是解决新时期社会主要矛盾的有效途径，也是经济新周期开始的必由之路。事实上，我国经济领域进行的一系列深化市场改革正是我国经济实现长期高速增长的一个十分重要的基础性条件，历次经济领域大的改革都进一步释放出我国生产要素的活力。需求端的拉动尽管也可以推动经济增长，创造出多重经济周期，但很难对处于供给端的经济结构的优化调整起到积极作用。单纯强调需求端拉动的经济周期，不仅不能实现我国经济转型升级的长远目标，也不利于新时期社会主要矛盾的解决。因此，我们应当更多的从供给端来观察和理解经济新周期。前文所述的从工业领域去产能角度看经济新周期即使供给端的视角，但这远远不是供给端的全部内涵。供给端改革涉及的内容丰富、层次多样、领域众多，是一个复杂的系统工程。当前，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的关键时期，经济已经由高速增长阶段向高质量发展阶段转变，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。正如习总书记所指出的，“以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力”。

附录：各行业 PPI 的供需结构——基于面板数据的回归结果

表 1 各行业 PPI 与销售额的面板回归结果（固定效应变弹性系数）

40个主要行业销售额	回归系数	标准差	T-统计量	概率
常数项	-1.374224	0.330190	-4.161920	0.0000
煤炭开采和洗选业	0.275434	0.055572	4.956320	0.0000
石油和天然气开采业	-0.314247	0.080986	-3.880280	0.0001
黑色金属矿采选业	0.260725	0.039870	6.539444	0.0000
有色金属矿采选业	0.401341	0.055457	7.236982	0.0000
非金属矿采选业	0.194739	0.047085	4.135908	0.0000
其他采矿业	0.028504	0.027789	1.025733	0.3052
农副食品加工业	0.317939	0.064804	4.906174	0.0000
食品制造业	0.220732	0.062657	3.522874	0.0004
酒、饮料和精制茶制造业	0.159682	0.064755	2.465915	0.0138
烟草制品业	0.109615	0.086036	1.274062	0.2028
纺织业	0.217481	0.082129	2.648036	0.0082
纺织服装、服饰业	0.161137	0.074500	2.162926	0.0307
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.198632	0.078144	2.541856	0.0111
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.126664	0.046872	2.702356	0.0070
家具制造业	0.138155	0.065028	2.124539	0.0338
造纸及纸制品业	0.140977	0.069576	2.026217	0.0429
印刷业和记录媒介的复制	0.120385	0.077080	1.561815	0.1185
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.185305	0.084913	2.182281	0.0292
石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.561042	0.082823	6.773981	0.0000
化学原料及化学制品制造业	0.171928	0.062140	2.766784	0.0057
医药制造业	0.139263	0.062301	2.235342	0.0255
化学纤维制造业	0.158589	0.073432	2.159661	0.0309
橡胶和塑料制品业	0.035741	0.158474	0.225532	0.8216
非金属矿物制品业	0.143259	0.053798	2.662880	0.0078
黑色金属冶炼及压延加工业	0.110575	0.065127	1.697838	0.0897
有色金属冶炼及压延加工业	0.291701	0.051064	5.712482	0.0000
金属制品业	0.127792	0.058913	2.169143	0.0302
通用设备制造业	0.097364	0.057038	1.706996	0.0880
专用设备制造业	0.104109	0.056934	1.828574	0.0676
汽车制造业	0.036131	0.044928	0.804195	0.4214
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.049838	0.050730	0.982429	0.3260
电气机械及器材制造业	0.143613	0.062334	2.303925	0.0213
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.026921	0.065701	-0.409758	0.6820
仪器仪表制造业	0.045020	0.066172	0.680352	0.4964
其他制造业	0.209515	0.063964	3.275535	0.0011
废弃资源综合利用业	0.088283	0.039124	2.256506	0.0242
金属制品、机械和设备修理业	0.083545	0.157959	0.528904	0.5969

电力、热力的生产和供应业	0.206096	0.097944	2.104217	0.0355
燃气生产和供应业	0.230359	0.059666	3.860814	0.0001
水的生产和供应业	0.454891	0.121853	3.733119	0.0002
R-squared	0.118315	Adjusted R-squared		0.098265



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn