



分析师:

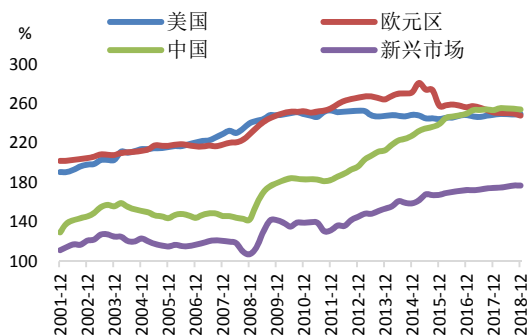
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

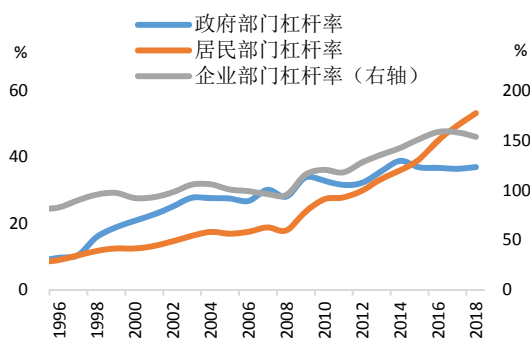
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

总杠杆率



分部门杠杆率



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019 年中期国内宏观经济展望》
3. 《数据逐步回归常态 政策仍需保持定力—4 月宏观经济数据点评》
4. 《PMI 超预期回落 内外需均偏弱—5 月 PMI 数据点评》

保持定力推进结构性去杠杆

— 杠杆率专题报告

2019 年 7 月 26 日

内容提要:

如何测度宏观杠杆率,尚存在一定分歧与争议。从目前情况看,市场中大多用 CNBS(中国社科院国家资产负债表研究中心)或 BIS(国际清算银行)所公布的债务余额/GDP 数据,两者均分为非金融部门总杠杆率、居民部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率和政府部门杠杆率等四项指标。无论用哪家机构指标或统计口径来衡量,中国宏观杠杆率 2008 年后持续较快上升已是不争的事实,如何调整杠杆率的方向与节奏关系到未来中国经济能否健康稳定运行。

1993-2018 年,国内实体经济杠杆率由 107.8% 上升至 243.7%,根据杠杆率变化的特点,大体上可以分为平稳加杠杆、自主去杠杆、快速加杠杆、全面去杠杆几个阶段。2018 年 4 月中央财经委员会首提“结构性去杠杆”,分部门、分债务类型提出不同要求,为“打好防范化解金融风险攻坚战”划定基本思路。

美国在解决次贷危机中的经验值得借鉴:第一,为了对冲经济下行,适当的加杠杆是可行的,但持续加杠杆是不可取的,尤其是杠杆率仍处高位的情况下。第二,在金融部门和非金融部门去杠杆之间需要厘清优先顺序。第三,在实体部门去杠杆进程中,并非三大部门全部去杠杆,全面去杠杆对经济冲击较大。

国内防风险既要防杠杆率快速上行的风险,也要防杠杆率快速回落的风险。未来需要稳步推进结构性去杠杆,降低资产负债率,过快、过慢、一刀切皆不可取。

风险提示: 违约事件增多,经济增速超预期下行,贸易摩擦升温,美联储降息节奏过快,海外黑天鹅风险等。

目录

一、杠杆率及测算方法	3
1、杠杆率的提出	3
2、杠杆率的测算	4
二、近 20 年我国杠杆率的演变	7
1、平稳加杠杆期（1993-2003 年）	7
2、自主去杠杆期（2004-2008 年）	8
3、快速加杠杆期（2009-2016 年）	8
4、全面去杠杆期（2017 年-2018 年 1 季度）	9
5、结构性去杠杆期（2018 年 2 季度至今）	9
三、杠杆率变化的国际比较与经验	10
1、杠杆率的国际比较	10
2、美国去杠杆经验	13
四、坚持推进结构性去杠杆	16
1、近 10 年我国杠杆率演化情况	16
2、坚持推进结构性去杠杆	19

图表目录

图 1：杠杆率周期的各个阶段	4
图 2：近 30 年中国 M2/GDP 总体上快速上升	5
图 3：近年来中国 M2/GDP 持续高于多数主要国家	5
图 4：近 20 年 BIS 公布的杠杆率变化情况	6
图 5：我国杠杆率变化的 4 个阶段（1993-2018）	7
图 6：中国杠杆率在 2012 年后快速上升	11
图 7：中国杠杆率水平在主要国家中排名靠前	11
图 8：发达经济体与新兴经济体非金融企业杠杆率分化	12
图 9：中国非金融企业杠杆率高居主要国家之首	12
图 10：中国不含城投的政府杠杆水平总体平稳	12
图 11：中国不含城投的政府杠杆低于多数主要国家	12
图 12：中国居民部门杠杆率提升较快	13
图 13：新兴市场居民部门杠杆率上升较快	13
图 14：2009 年后美国总杠杆率总体稳定	15
图 15：2010-2016 年美国居民部门杠杆率大幅回落	15
图 16：2009-2012 年美国非金融企业杠杆率回落	16
图 17：2009-2012 年美国政府杠杆率提升较快	16
图 18：2008 年后我国非金融三大部门杠杆率均出现不同程度上升	17
图 19：2018 年至今工业企业资产负债率有所反弹	17
图 20：民营工业企业杠杆率接近国有企业	17

图 21: 2016 年后民营工业企业利润占比趋势性下降	18
图 22: 产能利用率较长时间徘徊在低位水平	18
图 23: 1 季度 GDP 在全年 GDP 中比重偏低	19
图 24: 社会融资规模存量增速有所回升	19
图 25: 2019 年前 7 个月违约规模不减	21
图 26: 经济发达地区债券违约只数与规模上升	21
图 27: 债券违约主要行业中制造业居多	21
图 28: 2015 后中国金融业占 GDP 比重持续超过美国	23
图 29: 2017 年后金融部门持续降杠杆	23
 表 1: 杠杆率变化的各个阶段 (1993 年至今)	 10

一、杠杆率及测算方法

1、杠杆率的提出

杠杆率一般是指权益资本与资产负债表中总资产的比率，是一个用来衡量公司负债风险的指标，从侧面反映公司的还款能力。

具体到宏观层面，宏观杠杆率反映了金融与实体经济在宏观层面上量的对比关系，该概念得到广泛应用是在 2008 年全球金融危机之后，这次危机的爆发使社会各界意识到债务对经济运行的重要影响。

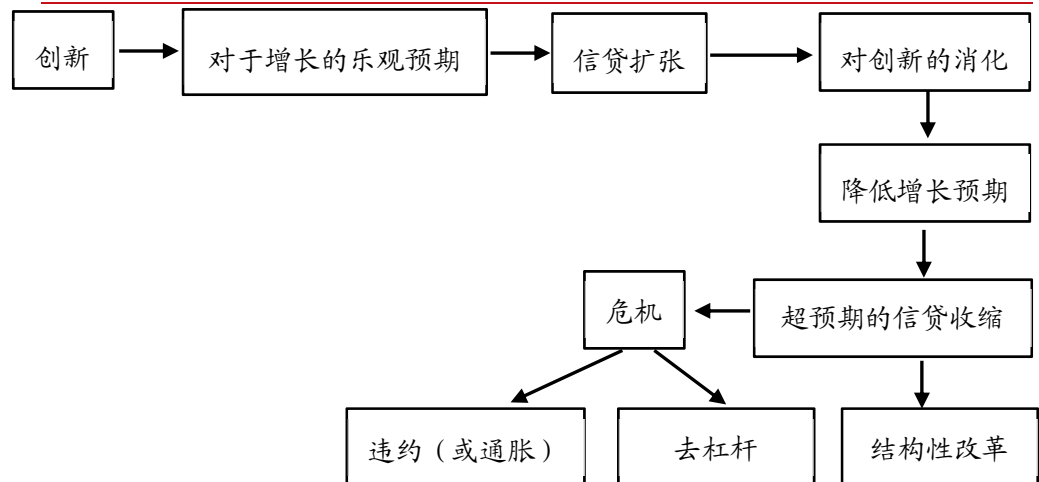
为什么会有杠杆率的变化，前人有不同的见解。费雪在《繁荣与萧条》中首次提出了著名的债务-通货紧缩理论。费雪将影响经济波动的因素归纳为 9 个变量。其中，债务和物价水平是最主要的两个变量，其他 7 个变量（货币数量、货币流通速度、企业净值、利润、商品交易量、商业信心和利率因素）的变动都源自于价格水平的下降。过度负债是经济由盛而衰的转折点，引发通货紧缩，由负债引起通货紧缩又会反作用于负债，这种自我强化式债务-通货紧缩螺旋，已成为经济衰退的源头。

明斯基金融不稳定理论认为，经济运行无法实现一个持续的、价格稳定且充分就业的均衡，源自于经济内在不稳定的金融特征，而金融不稳定最终导致经济周期的波动。其核心内容包括：不确定条件下的投资决策、三种融资（对冲性融资、投机性融资与旁氏融资）结构权重的变化、经济主体资产负债的变动。

信贷周期理论认为，在现代金融体系下，各类贷款是债务的主要资金来源，而房地产在借贷的发生过程中又扮演了非常重要的角色，因此杠杆周期、信贷周期和房地产周期紧密相连。信贷周期和房地产周期存在相互强化的关系。金融信贷因素对经济周期运行的影响显著。与经济周期存在扩张与紧缩的交替更迭一样，加杠杆与去杠杆的循环往复构成了杠杆周期。

金融加速器理论认为信贷市场存在摩擦问题，不完全信息对于借款者和贷款者关系的重要影响是它使银行获得关于企业项目信息的成本较高。而资产价格变动会与信贷市场这种缺陷相互作用，产生“小冲击，大波动”的金融加速器效应。由于金融摩擦的存在，企业外部融资升水和融资杠杆系数会随资本市场波动呈同方向变化，引致企业资本需求和投资规模更大幅度的波动，进而形成新的净资产效应和杠杆效应无限迭代的放大机制。

图 1：杠杆率周期的各个阶段



资料来源：Buttiglione et al.2014，国开证券研究部

2、杠杆率的测算

如何测度宏观杠杆率，尚存在一定分歧与争议。在资产负债表中，负债相对具有刚性，而资产则可能不断变化。债务偿付的主要来源并不是当前持有的金融资产而是未来的现金流，但这并不能在资产负债表中充分体现。而且在实际操作中往往很难及时获得某个部门完整的资产负债表，存在数据缺失、时滞较长等一系列问题（人民银行，2014）。

Ray Dalio (2013) 认为宏观杠杆率可以用债务余额与国民收入之比来衡量，它是一个经济体金融稳定性的重要指标，更高的债务水平意味着每年全社会的利息支付和本金偿付的压力更大，一旦经济增长出现波动，则容易引发债务危机。实体经济杠杆率一般是由企业部门、政府部门和居民部门的杠杆率加总得到的，通常用于衡量经济运行中的债务风险和债务负担。

通过“债务余额/GDP”来测算宏观杠杆率，可以较好地反映债务的可持续性（李扬等，2015）。IMF、BIS 等国际权威机构也更多采用这一测算方法，以便对各个经济体的宏观杠杆率进行横向比较研究。

从目前情况看，市场中大多用 CNBS（中国社科院国家资产负债表研究中心）或 BIS（国际清算银行）所公布的债务余额/GDP 数据，两者均分为非金融部门总杠杆率、居民部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率和政府部门杠杆率等四项指标。其中非金融部门总杠杆率等于后三者加总。同时，市场中还有将 M2/GDP 作为衡量宏观杠杆率的一种办法，与上述方法配合使用。此外，债务收入比则是衡量债务可持续性的最重要指标，收入流变化一方面会影响资产的价格进而导致资产负债率发生变化，另一

方面，收入流大小也是影响偿债能力、债务持续性以及是否存在潜在风险的决定性因素。

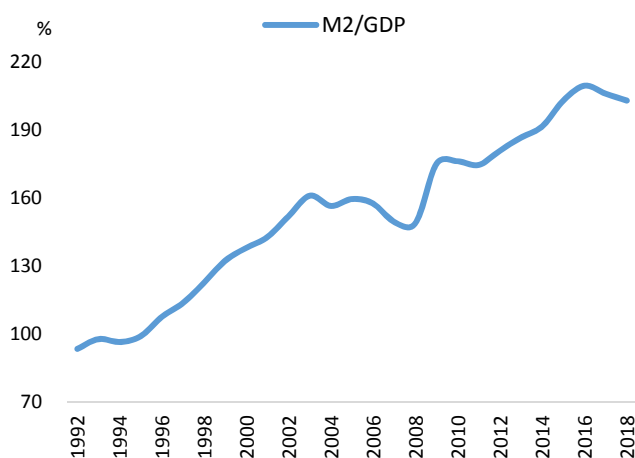
(1) M2/GDP

这种测算方式的优点在于数据获取方便，便于比较。多个主要国家一般会公布 M2 的月度数据，GDP 一般为季度数据（少数国家公布月度数据），相对于其他方式测算的宏观杠杆率，更为及时与便捷。也正是因为如此，前些年这种测算方式是研究宏观杠杆率的主要指标。同时，中国的债务大体上可以分为两类，即债券和贷款，其中又以贷款为主，M2/GDP 与非金融部门债务/GDP 基本具有相同的内涵，两者变化的原因及其经济后果大致相同，有一定相通性。

从世界银行公布的 M2/GDP 来看，2018 年末主要国家中日本最高（252.1%），中国次之（199.1%），美国近 10 年大体在 90% 左右（美国有更广泛的 M3 指标等），巴西、印度等国基本在 100% 之下。

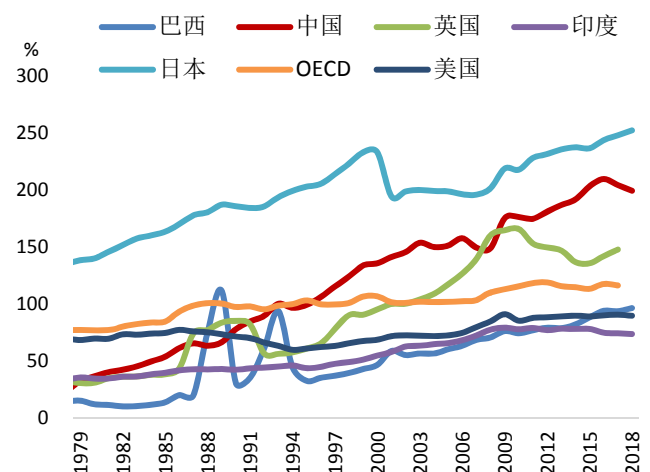
但缺点也是明显的：第一，由于融资体制及 M2 统计口径的差异，各国 M2/GDP 的可比性较差，部分国家还存在金融脱媒情况，因此 M2 不能全面且真实地反映融资供给，现在更多的从 M2/GDP 的趋势变化对宏观杠杆率的风险加以判断，目前市场机构多用更具有广泛代表性的社融/GDP 替代 M2/GDP 计算宏观杠杆率水平。第二，M2 是存量指标，GDP 是流量指标，两者相除在一定意义上并不科学。不过，存量与存量（比如用国家资产负债表负债方与资产方数据）指标之比也只是反映了融资结构状况，但对于揭示潜在风险或偿债能力意义并不明显，因此各有利弊。

图 2：近 30 年中国 M2/GDP 总体上快速上升



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：近年来中国 M2/GDP 持续高于多数主要国家



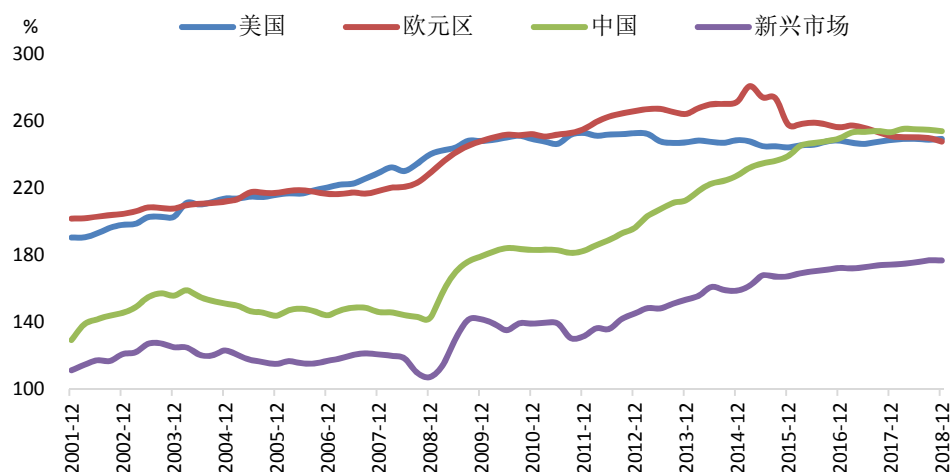
资料来源：Wind，国开证券研究部

(2) BIS 杠杆率

BIS 统计了 40 多个经济体的非金融部门（2013 年 3 月开始发布）和政府部门（2015 年 9 月开始发布）的季度债务数据，其中，政府部门债务数据平均覆盖 20 年，私人非金融部门债务数据平均覆盖 45 年以上，数据来自于机构的金融账户、国内银行的资产负债表、国际银行统计数据和非银行金融机构的资产负债表等。GDP 用的是 4 个季度的移动加总，当历史数据不足以计算名义国内生产总值的季度数据时，使用线性插值将年度数据转换为季度数据。统计政府部门债务时，BIS 使用线性插值将 IMF 发布的世界经济展望中的政府债务数据以及 OECD 发布的经济展望中的政府负债率数据转换为季度数据。此外，BIS 定义通货和存款、贷款和债务证券总和为“核心债务”，对于政府部门而言，核心债务通常占总债务的大部分。

BIS 公布的杠杆率数据优点在于可以进行广泛的国别比较，缺点在于相对滞后（一般滞后 2 个季度公布）。

图 4：近 20 年 BIS 公布的杠杆率变化情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

(3) CNBS 杠杆率

CNBS 杠杆率的计算方法与 BIS 并无本质差别，但在统计口径上存在一些差异。考虑到 CNBS 对国情更加了解和熟悉，尤其是地方隐性债务，而 BIS 对包含隐性债务在内的全部政府债务或存在着重复计算可能，因而有可能高估总体杠杆率水平与非居民部门杠杆率水平。此外，CNBS 数据一般在报告期过后 2 个月左右发布（如 6 月初发布 1 季度数据），而 BIS 一般在报告期过后 5 个月左右发布（如 6 月初发布 2018 年 4 季度数据）。因此，考察国内杠杆率水平用 CNBS 数据更为准确与及时。此外，CNBS 还

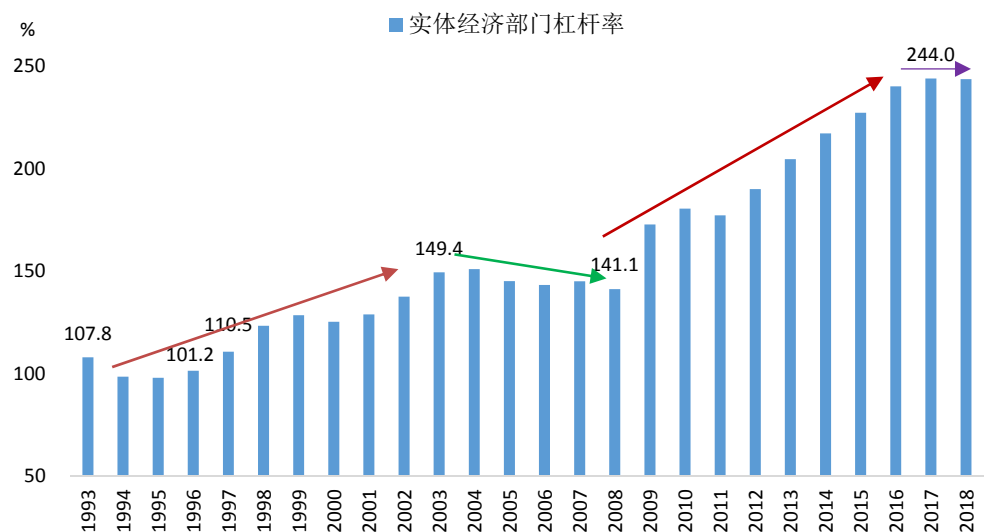
发布金融部门（资产方与负债方）杠杆率数据，对于分析金融部门杠杆升降有较好的参考作用。

但无论用哪家机构指标或统计口径来衡量，中国宏观杠杆率 2008 年后持续较快上升已是不争的事实，如何调整杠杆率的方向与节奏关系到未来中国经济能否健康稳定运行。综合而言，本文使用 BIS 和 CNBS 数据作为分析中国杠杆率水平以及与国际比较的主要指标。

二、近 20 年我国杠杆率的演变

从 1993 年至 2018 年，CNBS 的实体经济杠杆率由 107.8% 上升至 243.7%，26 年间上涨了 135.9 个百分点。根据杠杆率（取每年年末值）变化的特点，大体上可以分为四个阶段。

图 5：我国杠杆率变化的 4 个阶段（1993-2018）



资料来源：Wind，国开证券研究部

1、平稳加杠杆期（1993-2003 年）

这 11 年里杠杆率共增长 41.6 个百分点，年均增长 3.8 个百分点，高点

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11079

