

如何看待经济杠杆率的上升

信用供求方程式下的研究

投资要点:

► 经济杠杆率上升的三大原因

1) 衰退(或危机)应对: 衰退下债务偿还性信用需求增加, 为缓释短期债务压力, 央行大幅宽松货币政策, 鼓励信用投放;
2) 在刺激政策对经济增长边际拉动作用递减下, 持续或过度的政策使用; 3) 存量(刚性)债务庞大, 利息偿付需要通过货币信用超额供给来满足。

► 经济杠杆率上升的必要性与依赖症

用“动态跨期”视觉看杠杆, 在经济遭遇冲击, 陷入衰退之境, 通过宽松政策促使信用扩张, 稳定需求进而保护供给, 这对经济体来讲是必要的。

信用货币体系容易引发“杠杆依赖症”, 整体经济杠杆率易升难降。

► 经济杠杆率的特征

经济杠杆率本质上是货币信用现象, 货币政策引导下的信用增速变化率引杠杆率变化, 政策周期领先杠杆率变化周期约两个季度。

2003-2008 年经济杠杆率稳中趋降; 2009 至 2020 年持续上升, 经历了四轮周期, 居民和政府杠杆率不断上升, 企业杠杆率在阶段性休整后再次显著反弹。

► 杠杆的乘数效应: 后遗症

宽松政策下的信用扩张推升杠杆率, 高杠杆率下的债务跨期偿还和利率波动又会“倒逼”信用进一步做超额投放, 以维护债务局面不出现问题, 这就产生“杠杆的乘数效应”, 反映杠杆率的循环推升过程, 也可以视为“杠杆后遗症”。2011-2014 年杠杆率变化最能反映该种情况。

► 如何看待本轮经济杠杆率的上升?

预计 2020 年经济杠杆率将达到 279.6%, 较 2019 年上升 26 个百分点, 上升幅度仅次于 2009 年。

本轮杠杆率上升属于“衰退应对型”。伴随经济在二季度后显著回升, 政策宽松空间收窄(有节制), 本轮经济杠杆增速在一季度冲高后将逐渐回落, 政策后遗症将显著弱于 2008-2009 年情况。

风险提示

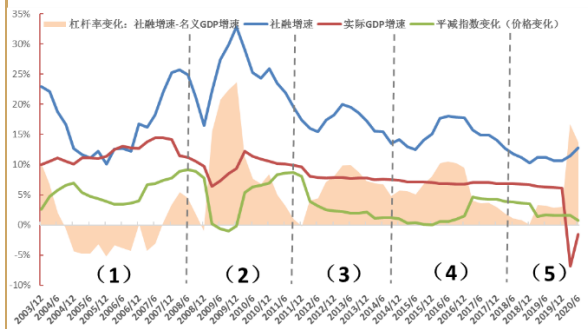
经济出现超预期波动, 对相关指标预测带来不确定性。

评级及分析师信息

信用供求方程式

$$\begin{aligned} \text{信用供给} &= \text{存量社融增速}(m) \\ \text{信用需求} &= \text{名义 GDP 增速}(y) + \text{债务偿还系数(利息偿付)}(dr) \\ &= \text{实际 GDP 增速}(y^*) + \text{价格变化}(p) + dr: \text{刚性存量债务规模}(D) \cdot \text{融资成本(利率)}(R) \\ \text{即: } m &= y^* + p + dr \quad \text{其中, } dr = u(D, R) \end{aligned}$$

经济杠杆率增速变化



宏观首席分析师: 孙 付

邮箱: sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话: 021-50380388

正文目录

1. 信用供求方程式：经济杠杆率	3
2. 为什么经济杠杆率会上升？	3
3. 如何理解经济杠杆率的变化？	3
4. 经济杠杆率特征	4
4.1. 时序特征：危机后不断上升	4
4.2. 部门特征：居民政府不断上升，企业休整后反弹	4
5. 五轮杠杆率变化周期	6
6. 杠杆的乘数效应：后遗症	7
7. 如何看待本轮经济杠杆率回升？	8
8. 风险提示	8

图表目录

图 1 经济杠杆：社融/GDP 水平(%)	4
图 2 各部门（居民、非金融企业、政府）及整体杠杆率(%)	5
图 3 城投债余额（亿元）	6
图 4 固定资产投资增速(%)	6
图 5 住户贷款、个人住房贷款与住宅价格指数同比关系(%)	6
图 6 社融增速、经济增速与杠杆率变化(%)	7
表 1：社融规模及增速（万亿 %）	8

本篇报告基于信用供求方程式，对宏观经济杠杆率特征及未来变化进行研究。

1. 信用供求方程式：经济杠杆率

在深度报告“信用供求方程式：新逻辑、新观点”（孙付，2020,6,5）中，我们基于信用倍数关系： $Dr = M/Y$ （ M 为存量信用规模，对应于现有的“存量社融规模”， Y 为名义GDP规模， Dr 为信用倍数），得到信用供求方程式如下：

$$\begin{aligned} & \text{信用供给} \qquad \qquad \qquad \text{信用需求} \\ \text{存量社融增速}(m) &= \text{名义GDP增速}(y) + \text{债务偿还系数(利息偿付)}(dr) \\ & \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \text{经济杠杆系数} \\ &= \text{实际GDP增速}(y^*) + \text{价格变化}(p) + dr: \text{刚性存量债务规模}(D) \cdot \text{融资成本(利率)}(R) \end{aligned}$$

即： $m = y^* + p + dr$ 其中， $dr = u(D, R)$

基于上述方程式，我们从两个维度考察经济杠杆率：

- 1) 静态角度，分析宏观杠杆率：社融/GDP；
- 2) 动态角度，分析杠杆率变化： $dr = m - y$ ，社融增速-名义GDP增速。

2. 为什么经济杠杆率会上升？

当经济体债务融资增速超过名义GDP增速就会带来经济杠杆率上升，即 $m - y > 0$ 。结合信用供求方程式和经济运行历史情况，可分为下述几种：

1) 衰退（或危机）应对导致经济杠杆率显著回升：经济周期性衰退，或遭遇外在冲击而陷入衰退，实际GDP增速和名义GDP增速显著下降，经济活动主体（企业、居民和政府）收入快速下降，现金流紧缺，债务偿还压力上升，相应的，债务偿还性信用需求增加。为避免经济活动主体破产，缓释短期债务压力，央行大幅宽松货币政策，鼓励信用投放，融资增速加快。显然，这会导致经济杠杆率快速上升， $m \gg y$ 。

2) 在刺激政策对经济增长边际拉动作用递减下，持续或过度的政策使用，导致经济杠杆率上升。无论是宽松的货币政策，还是扩大赤字的财政政策，其都会带来信用显著增长，但在边际作用递减规律下，必然会使得信用增速快于经济增速， $m > y$ 。

3) 存量（刚性）债务庞大，利息偿付需要通过货币信用超额供给来满足，导致经济杠杆率上升：存量（刚性）债务是历史和体制的共同结果，一方面跟既往经济刺激有关，为债务融资的累积余留，另一方面与经济体制相关联，如财税体制和财政纪律、国有企业隐性保护等。经济体中，部分举债主体存量债务大、偿债能力不足，而债务具有刚性，这就迫使每年信用投放需要有一定超额，来维系既有债务局面。这成为经济杠杆率缓慢上升的推力， $m > y$ 。

3. 如何理解经济杠杆率的变化？

对于宏观经济杠杆率，首先要用“动态跨期”视角综合评估，在经济遭遇冲击，陷入衰退之境，通过宽松政策促使信用扩张，稳定需求进而保护供给，这对经济体来讲是必要的，这背后依据的是这样的逻辑：当期杠杆率的显著回升可以通过后期经济的恢复增长来消化。

其次，信用货币体系容易引发“杠杆依赖症”，为稳定经济、实现就业目标，整体经济杠杆率很难下降，因为降杠杆意味着收缩信用，短期会对经济形成抑制。（杠

杆之谜：信用货币体系的纠结，孙付，2015, 7, 5) 降杠杆往往遭遇“政治上不可能”。所以，各个经济体的杠杆率总体是逐步上行的。

最后，经济杠杆率容易导致“作茧自缚”的困局。经济杠杆率的易升难降和宽松政策的持续频繁使用，将导致存量（刚性）债务滚雪球般累积，债务利息需要持续通过“超发信用”予以维系。这样就产生了“杠杆催生杠杆，信用维护信用”的自循环运动，导致杠杆风险上升。

4. 经济杠杆率特征

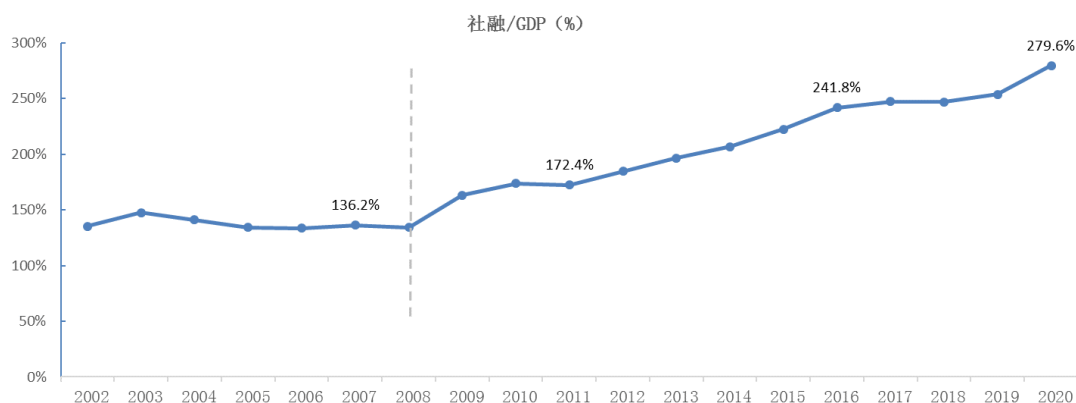
4.1. 时序特征：危机后不断上升

经济杠杆率的时序特征：2003-2008 年总体趋势是稳中趋降，2009 至 2020 年持续上升。2009 年以来，经济杠杆在三个时段显著上升：1) 大危机经济刺激时期，2009-2010 年；2) 后危机时代债务偿还高峰期与政策再度显著宽松期，2012-2016 年；3) 贸易战及新冠疫情冲击下政策宽松期，2019-2020 年。

2020 年，一方面受疫情冲击，一季度 GDP 增速显著负增长，另一方面宽松政策逆周期调节下，信用显著扩张，社融明显增长。在分子显著扩张、分母明显放缓下，社融/GDP 较为明显上升，经济杠杆提高。

预计 2020 年社融/GDP 将达到 279.6%，较 2019 年上升 26 个百分点，上升幅度仅次于 2009 年。

图 1 经济杠杆：社融/GDP 水平(%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

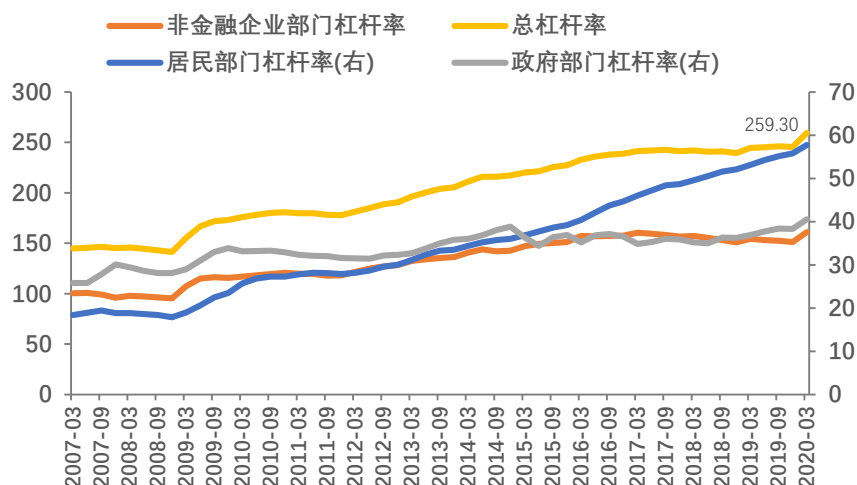
4.2. 部门特征：居民政府不断上升，企业休整后反弹

由于社融/GDP 难于区分各部门杠杆率水平，可以考察 BIS 和社科院关于经济杠杆率分部门数据来对企业、居民和政府各自杠杆率特征进行对比分析，这里选用社科院数据。

经济杠杆率的部门特征：大危机以来，居民、企业和政府杠杆率都有较为明显上升，特别地，居民和政府杠杆率基本是“一路上行”，企业杠杆率在 2016 年二季度至 2018 年有所回落。

2019 年，企业杠杆率基本平稳，居民和政府杠杆率有所上升；2020 年一季度，企业杠杆上升显著，政府和居民杠杆继续有所上升。

图 2 各部门（居民、非金融企业、政府）及整体杠杆率(%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

企业杠杆：

2020 年一季度非金融企业部门杠杆率为 161.1%，较 2019 年底上升 9.8 个百分点，绝对水平和同比增速均出现大幅反弹。具体看，企业部门在 2015 年三去一降一补的供给侧改革开始后，负债率有所降低。非金融企业部门杠杆率自 2017 年一季度达到峰值 160.4%后持续下滑，2018 年末回落至 151.0%，期间金融去杠杆环境下信用收缩、非标融资渠道收紧导致企业信用债频频违约，民营企业受冲击尤为明显。2019 年一季度杠杆率有所回升，此后全年杠杆率缓慢回落。2020 年一季度受疫情和经济下行压力加大影响，一季度政策支持下企业贷款和债券出现高增，杠杆率绝对水平和同比增速均出现大幅反弹，升至 161.1%。

政府杠杆：

2020 年一季度政府部门杠杆率为 40.5%，较 2019 年底上升 2.2 个百分点，杠杆增速有所加快。政府部门总杠杆率从 2017 年的 34.8%上升至 2020 年一季度的 40.5%，其中中央政府杠杆率从 16.2%升至 17.2%，地方政府杠杆率由 20.0%升至 23.3%。

2015 年以来，PPP 项目的快速扩张，带来了地方政府隐性债务的快速增长。2017 年以来，地方政府隐性债务增长得到有效控制。城投债是地方政府隐性债务的重要组成部分，2007-2016 年期间，城投债余额同比增速均超 20%，此后增速显著放缓，截至 2018 年末城投债余额约 7.8 万亿，同比增长仅 7.9%。

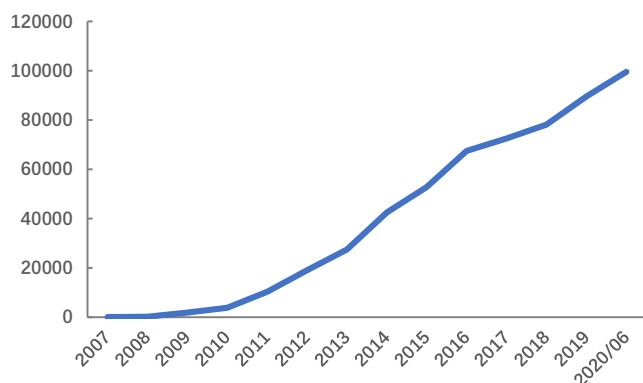
2019 年-2020 上半年，由于疫情对经济前景影响的不确定以及宏观经济下行压力增大，推进地方政府隐性债务显性化的过程中，积极的财政政策要更加积极有为，需适当提高地方政府一般债务限额与专项债务限额，同时适度提高中央政府杠杆率。政府工作报告明确今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。

居民杠杆：

2020 年一季度居民部门杠杆率为 57.7%，较 2019 年底上升 1.9 个百分点，继续保持上升态势。居民部门杠杆率持续上行，2007 年至今共上升 40.2 个百分点。个人住房按揭贷款是拉动居民部门杠杆率的主要途径，在棚改货币化和房地产调控政策放松的推动下，2016 年末住房按揭贷款同比增长高达 38.1%。随着 2017 年“3.17”新政出台以及因城施策的实施，房地产调控政策逐渐收紧，房价增速放缓，个人贷款增

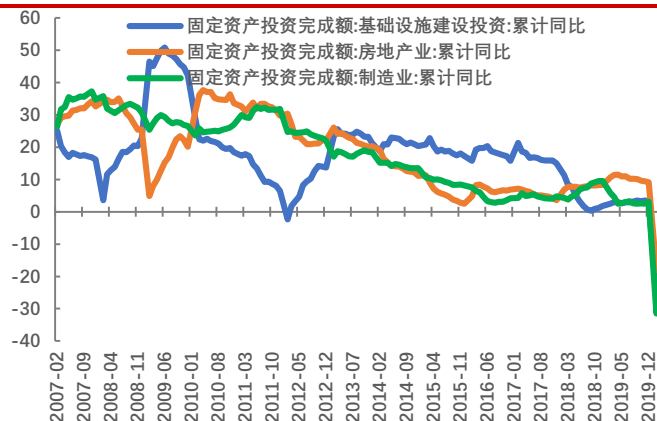
速受此影响有所回落。2019 年末，个人住房贷款余额为 30.2 万亿元，占住户部门债务余额的比例为 55.3%，同比增长 16.7%，增速连续三年回落。

图 3 城投债余额（亿元）



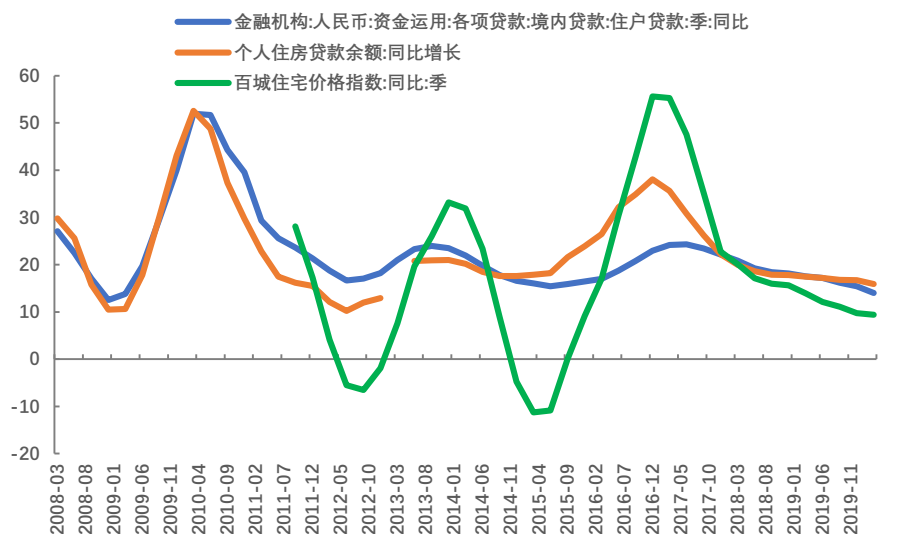
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 4 固定资产投资增速（%）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 5 住户贷款、个人住房贷款与住宅价格指数同比关系（%）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

5. 五轮杠杆率变化周期

经济杠杆率本质上是货币信用现象，货币政策引导下的信用增速变化牵引杠杆率变化，政策周期领先杠杆率变化周期约两个季度。

考察 2003 年至今的 5 轮“货币政策—杠杆率变化”周期，从货币政策的拐点与杠杆率增速的拐点看，上述特征较为明显。

（1）2003 年四季度-2008 年二季度，货币政策持续收紧，杠杆率增速基本保持下降状态；

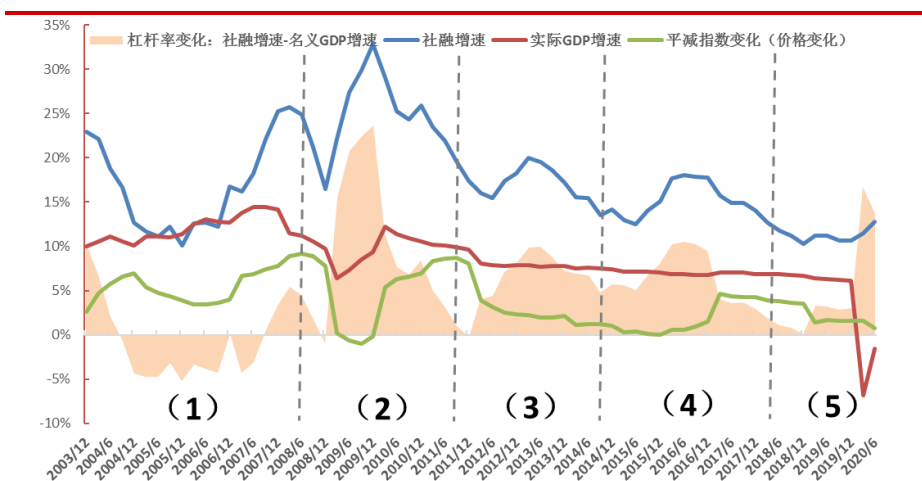
(2) 2008 年三季度-2011 年三季度，货币政策为应对危机大幅宽松，后期明显收紧，杠杆率增速顺应政策周期，先急速上升后回落；

(3) 2011 年四季度至 2014 年三季度，货币政策小幅宽松后维持不变，杠杆率持续保持较高增速；

(4) 2014 年四季度至 2018 年一季度，货币政策明显放松后维持不变，2017-2018 年一季度，决策层主导“金融去杠杆”，杠杆率增速顺应政策周期，先升后落；

(5) 2018 年二季度至 2020 年二季度，货币政策持续宽松，杠杆率增速有所回升；2020 年受新冠疫情影响，杠杆率增速（社融增速-名义 GDP 增速）显著提高，预计 2020 年为 10.5%，一、二季度分别为 16.7%、13.7%。

图 6 社融增速、经济增速与杠杆率变化(%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

6. 杠杆的乘数效应：后遗症

货币信用扩张导致债务生成和跨期偿还，以及利率波动下，刚性债务规模和利率水平是杠杆率变化的重要影响因素，其中，当期的刚性债务规模由当前和过往货币及信用政策所决定。即： $dr = u(D, R)$ 。

宽松政策下的信用扩张推升杠杆率，高杠杆率下的债务跨期偿还和利率波动又会“倒逼”信用进一步做超额投放，以维护债务局面不出现问题，这就导致产生“杠杆率越高，信用扩张越厉害”的恶性循环，这也可以理解为“杠杆率越高，信用扩张越厉害”。

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_3497

