



三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：当前各行业库存周期变化如何

2019-9-15

宏观报告：各行业库存周期的位置

2019-6-23

宏观报告：库存周期与大类资产走势的经验规律

2019-6-9

宏观报告：去库存或将延续，但库存周期特征可能不明显

2019-5-12

● 三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019 年前三季度宏观杠杆率升幅分别为 5.1、0.7 和 1.6 个百分点，累计提升 7.4 个百分点，分季度来看：(1) 2019Q1：逆周期政策下，宏观杠杆率抬头，各部门杠杆率均有上升。(2) 2019Q2：货币政策微调叠加季节性因素，宏观杠杆率上升势头趋缓。(3) 2019Q3：逆周期调节力度加大，宏观杠杆率再度加速上升，上升幅度介于 Q1 和 Q2 之间。

宏观杠杆率同比增量出现拐点，未来可能出现名义增长以及库存周期企稳。过去 2 年实体去杠杆对经济产生一定负面影响，宏观杠杆率同比增速自 2016 年中年见顶回落，在 2018 年末见底，2017-2018 年宏观杠杆率上升速度较 2012-2016 年明显放缓。宏观杠杆率同比大致领先名义 GDP 增速 3 个季度，领先库存周期大约 4 个季度，宏观杠杆率同比增速在 2018Q4 见底，未来可能出现名义增长以及库存周期企稳。

居民杠杆率持续上升源于地产韧性，但并没有过度信贷。过去几年，居民杠杆率上升最快的时候是 2016 年，上升速度在 2017 年初见顶，但在 2018 年之后，居民杠杆率同比增量一直在 3.5-4 个百分点之间波动，这主要与地产销售韧性有关，2018 年以来商品房销售面积增速基本处于窄幅波动的状态。当前居民杠杆率缺口基本在零附近，说明居民杠杆率与其长期趋势基本一致，居民部门没有过度信贷。

企业去杠杆速度放缓，国企与民企分化。2019 年三季度末，企业杠杆率较 2018 年末上升 2 个百分点，主要是 2019Q1 加杠杆，Q2 和 Q3 都是小幅去杠杆。2019 年企业去杠杆的速度较 2018 年明显放缓，企业杠杆率同比大致领先 PPI 增速 4 个季度，未来可能会看到 PPI 增速持续回升。从结构来看，主要在于非标融资规模降幅在收窄。分部门来看，民营企业资产负债率高位企稳，宽信用进程缓慢，而国企资产负债率小幅下降，信用利差下降至历史低位。

政府杠杆率上升，地方政府是加杠杆主力。政府（显性）杠杆率自 2018 年下半年以来持续上升，主要原因在于基建投资增速在 2018 年断崖式下跌，地方政府加快地方专项债发行，地方政府杠杆率从 2018 年 6 月末的低点上升 3 个百分点至 22.5%，鉴于 2019 年基建投资增速反弹力度不大，2020 年地方政府将继续加杠杆。需要注意的是，上述政府杠杆率对应的是显性债务，过去几年地方政府隐性债务快速扩张，可能制约地方政府加杠杆的空间。

● 风险提示：政策落实不及预期

目 录

1、 三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化.....	3
2、 一周高频数据观察.....	10
2.1、 生产指标分化.....	10
2.2、 原油价格上涨.....	10
2.3、 蔬菜、猪肉价格上涨.....	11
2.4、 二线城市房地产销售面积增速回升.....	11
2.5、 央行暂停逆回购操作.....	11
2.6、 人民币升值.....	12

图表目录

图 1: 2019 年前三季度宏观杠杆率变化.....	3
图 2: 2019 年前三季度累计上升 7.4 个百分点.....	4
图 3: 2017-2018 年宏观杠杆率上升速度较 2012-2016 年明显放缓.....	4
图 4: 宏观杠杆率同比大致领先名义 GDP 增速 3 个季度.....	5
图 5: 宏观杠杆率同比大致领先库存周期 4 个季度.....	5
图 6: 2018 年以来地产销售与居民杠杆率同比增速窄幅波动.....	6
图 7: 当前居民杠杆率缺口在零附近.....	6
图 8: 2019 年企业去杠杆的速度较 2018 年明显放缓.....	7
图 9: 企业杠杆率同比领先 PPI 增速.....	7
图 10: 企业去杠杆趋缓一定程度上是由于非标融资规模降幅在收窄.....	7
图 11: 国企与民企资产负债率分化.....	8
图 12: 民企产业债信用利差依然处于高位.....	8
图 13: 政府杠杆率上升，地方政府是加杠杆主力.....	9
图 14: 地方政府专项债余额占比上升.....	9
图 15: 高炉开工率回落（%）.....	10
图 16: 原油价格上涨（美元/桶）.....	10
图 17: 蔬菜价格上涨（元/公斤）.....	11
图 18: 二线城市房地产销售面积增速回升（%）.....	11
图 19: 货币市场利率回升（%）.....	12
图 20: 美元指数贬值.....	13
图 21: 人民币汇率升值.....	13
表 1: 央行公开市场操作（2019.12.9-12.13）.....	12

1、三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2020 年是三大攻坚战收官之年，在近期召开的中央经济工作会议上，对三大攻坚战的表述发生了变化，过去将防风险作为三大攻坚战之首，2018 年会议提到“打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险”，2019 年会议提到“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，这可能意味着 2020 年去杠杆的力度与影响可能较前 2 年边际弱化，在稳固金融防风险成果的基础上，扶贫攻坚战可能是 2020 年三大攻坚战的重点，会议提到“要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战”。

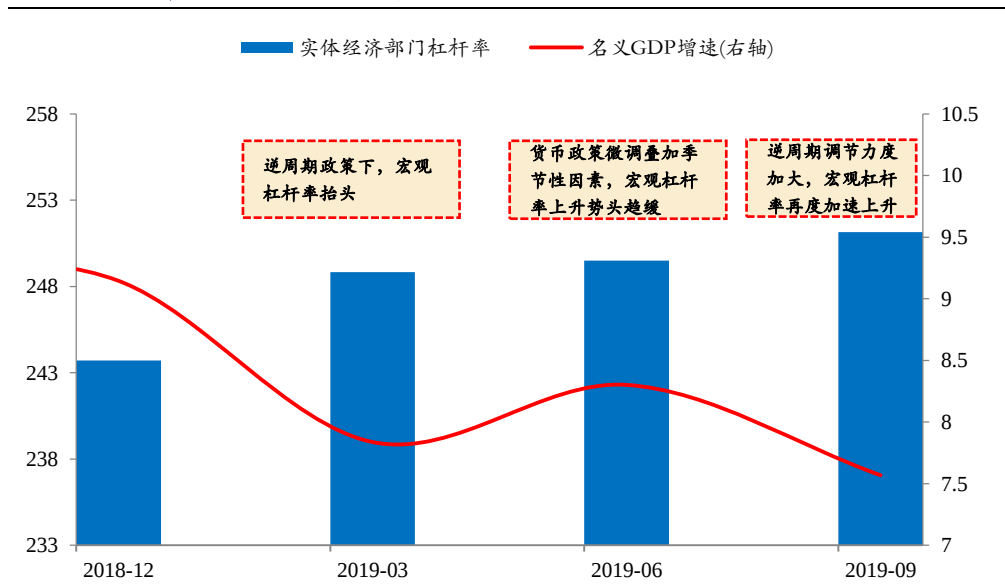
2019 年以来宏观杠杆率变化如何？ 2019 年前三季度宏观杠杆率升幅分别为 5.1、0.7 和 1.6 个百分点，累计提升 7.4 个百分点，分季度来看：

(1) 2019Q1：逆周期政策下，宏观杠杆率抬头。 一季度经济开局良好的主要驱动力在于逆周期政策带来房地产和基建融资环境改善，同时，一二线城市楼市“小阳春”与民企融资环境略有改善亦有助力，但代价在于宏观杠杆率迅速抬头，2019Q1 宏观杠杆率环比上升 5.1 个百分点，同比多增 3.8 个百分点，各部门杠杆率均有上升。

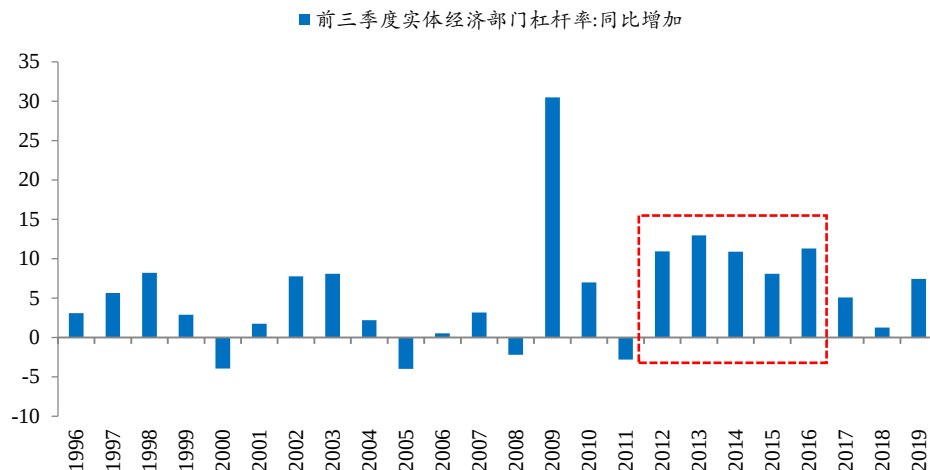
(2) 2019Q2：货币政策微调叠加季节性因素，宏观杠杆率上升势头趋缓。 受一季度经济开局良好、宏观杠杆率过快上升、房价上涨等因素影响，货币政策微调，加上季节性因素，二季度宏观杠杆率上升势头趋缓，仅仅上升 0.7 个百分点，但短期消费贷款推动居民部门杠杆率较快回升。

(3) 2019Q3：逆周期调节力度加大，宏观杠杆率再度加速上升。 经济复苏证伪，二季度经济加速下行，8 月底开始，宏观经济政策的逆周期调节力度加大，8-9 月社融增量超预期，加上三季度名义 GDP 增速下滑，三季度宏观杠杆率上升 1.6 个百分点至 251.1%，上升幅度介于 Q1 和 Q2 之间。

图1： 2019 年前三季度宏观杠杆率变化

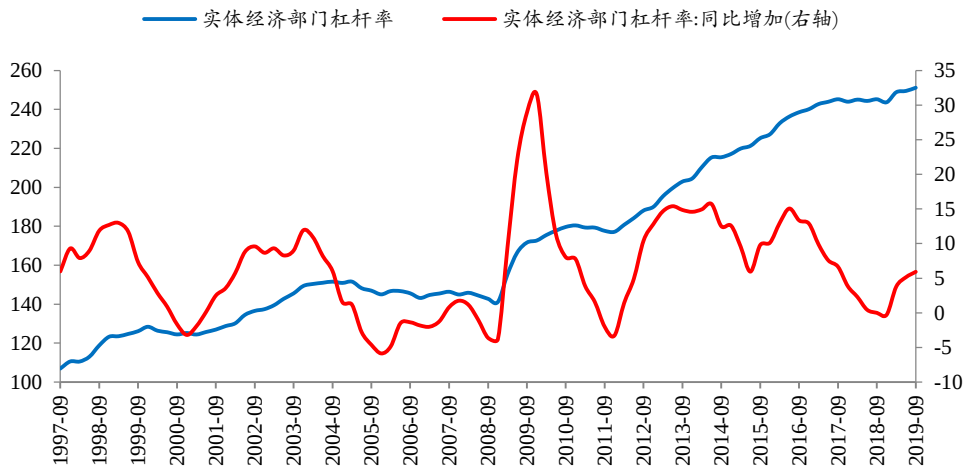


资料来源：Wind，新时代证券研究所

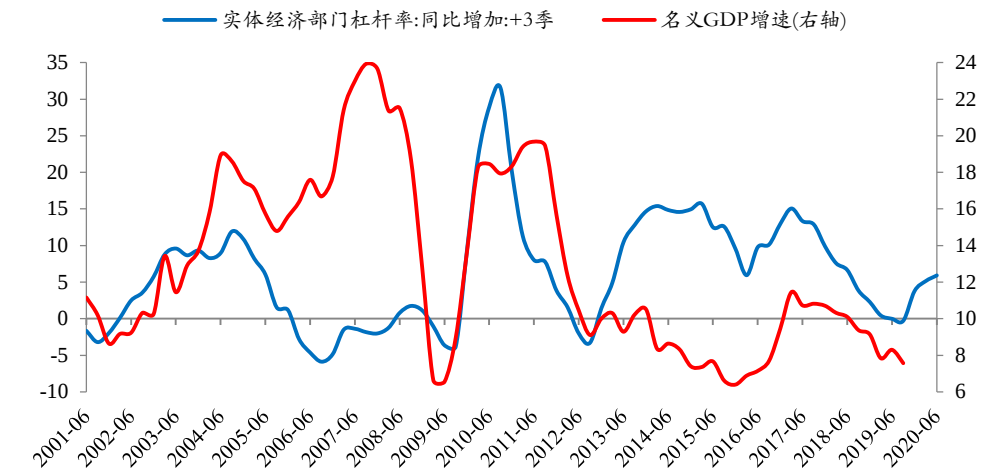
图2： 2019 年前三季度累计上升 7.4 个百分点

资料来源：Wind，新时代证券研究所

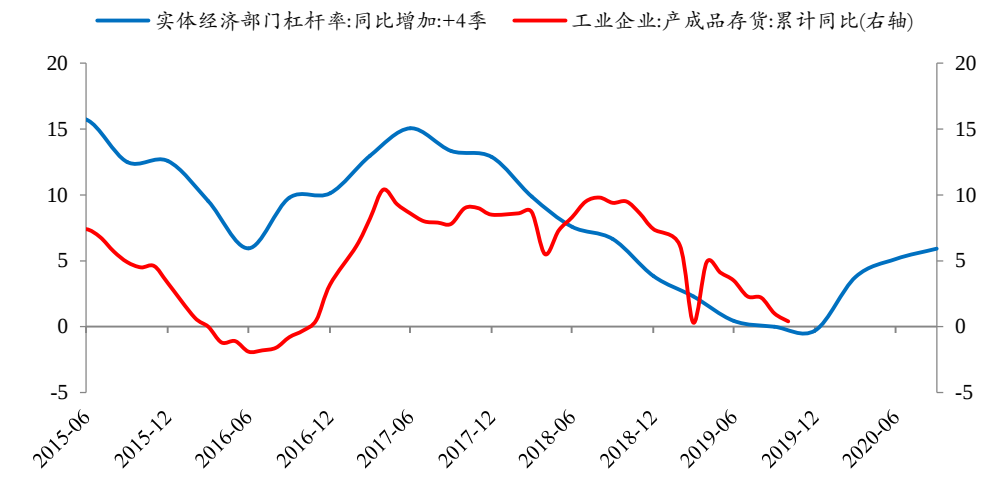
宏观杠杆率同比增量出现拐点，未来可能出现名义增长以及库存周期企稳。过去 2 年实体去杠杆对经济产生一定负面影响，宏观杠杆率同比增速自 2016 年中年见顶回落，在 2018 年末见底，2017-2018 年宏观杠杆率上升速度较 2012-2016 年明显放缓。宏观杠杆率同比大致领先名义 GDP 增速 3 个季度，领先库存周期大约 4 个季度，宏观杠杆率同比增速在 2018Q4 见底，未来可能出现名义增长以及库存周期企稳。

图3： 2017-2018 年宏观杠杆率上升速度较 2012-2016 年明显放缓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

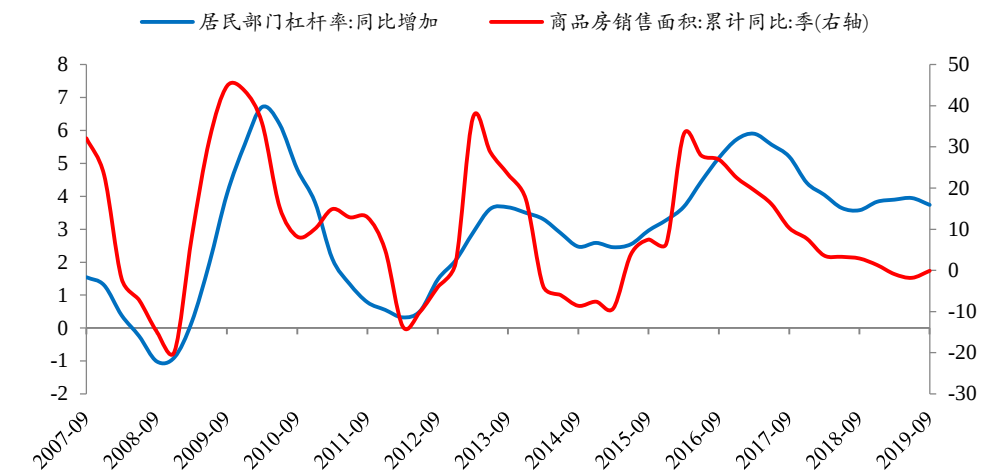
图4： 宏观杠杆率同比大致领先名义GDP增速3个季度

资料来源：Wind，新时代证券研究所

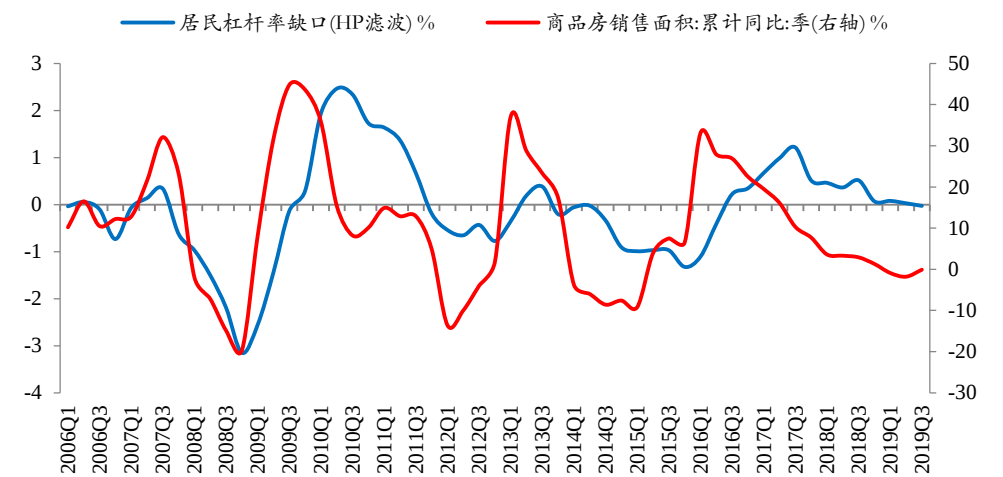
图5： 宏观杠杆率同比大致领先库存周期4个季度

资料来源：Wind，新时代证券研究所

居民杠杆率持续上升源于地产韧性，但并没有过度信贷。过去几年，居民杠杆率上升最快的时候是2016年，上升速度在2017年初见顶，但在2018年之后，居民杠杆率同比增量一直在3.5-4个百分点之间波动，这主要与地产销售韧性有关，2018年以来商品房销售面积增速基本处于窄幅波动的状态。杠杆率缺口是指杠杆率偏离长期趋势的程度，是风险预警指标，通过HP滤波计算居民杠杆率缺口，可以发现当前居民杠杆率缺口基本在零附近，说明居民杠杆率与其长期趋势基本一致，居民部门没有过度信贷。

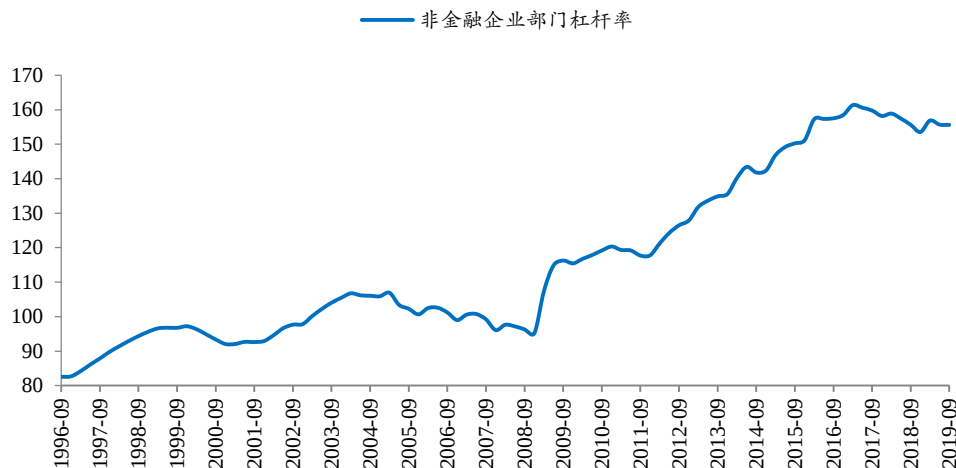
图6： 2018 年以来地产销售与居民杠杆率同比增速窄幅波动

资料来源：Wind，新时代证券研究所

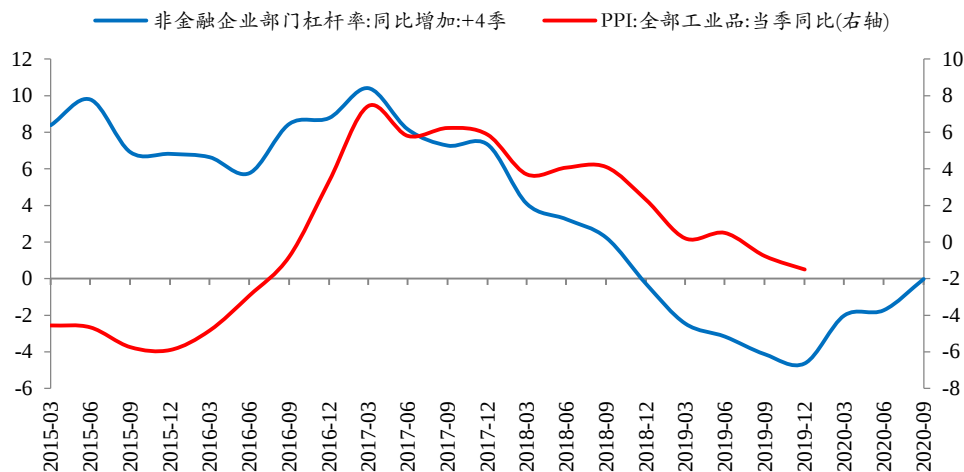
图7： 当前居民杠杆率缺口在零附近

资料来源：Wind，新时代证券研究所

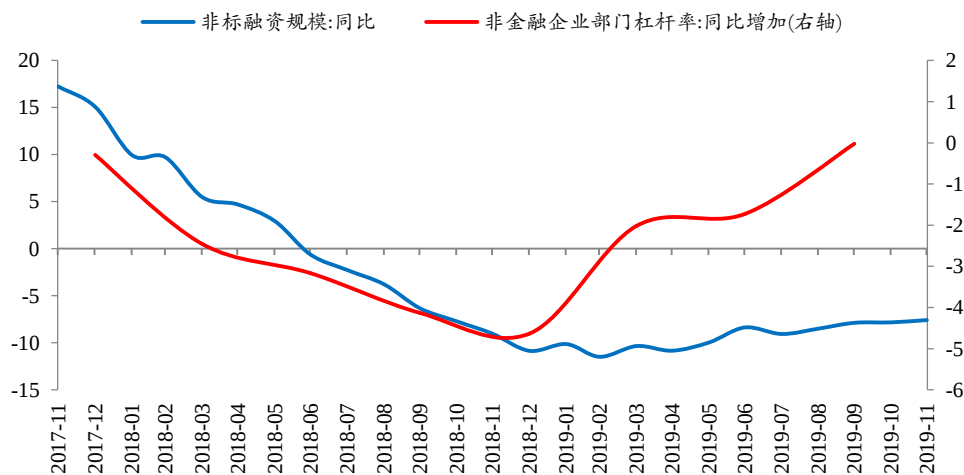
企业去杠杆速度放缓，国企与民企分化。2019 年三季度末，企业杠杆率较 2018 年末上升 2 个百分点，主要是 2019Q1 加杠杆，Q2 和 Q3 都是小幅去杠杆。2018 年前三季度企业杠杆率下降 2.5 个百分点，2019 年企业去杠杆的速度较 2018 年明显放缓，企业杠杆率同比大致领先 PPI 增速 4 个季度，未来可能会看到 PPI 增速持续回升。从结构来看，主要在于非标融资规模降幅在收窄，非标存量同比降幅从 2018 年末的 10.8% 收窄至 2019 年 11 月末的 7.6%。分部门来看，民营企业资产负债率高位企稳，宽信用进程缓慢，民企产业债信用利差仅仅较 2018 年末的高点小幅下滑，依然处于高位，民企融资环境没有明显改善，截至 2019 年 10 月，民企亏损单位数同比增长 10.5%，处于近年高位；而国企资产负债率小幅下降，虽然上游行业 PPI 增速下滑拖累国企利润增速，但国企总资产同比增速从 2018 年全年的 3.9% 回升至 2019 年 10 月末的 5.2%，同时，国企产业债信用利差下降至历史低位。

图8： 2019 年企业去杠杆的速度较 2018 年明显放缓

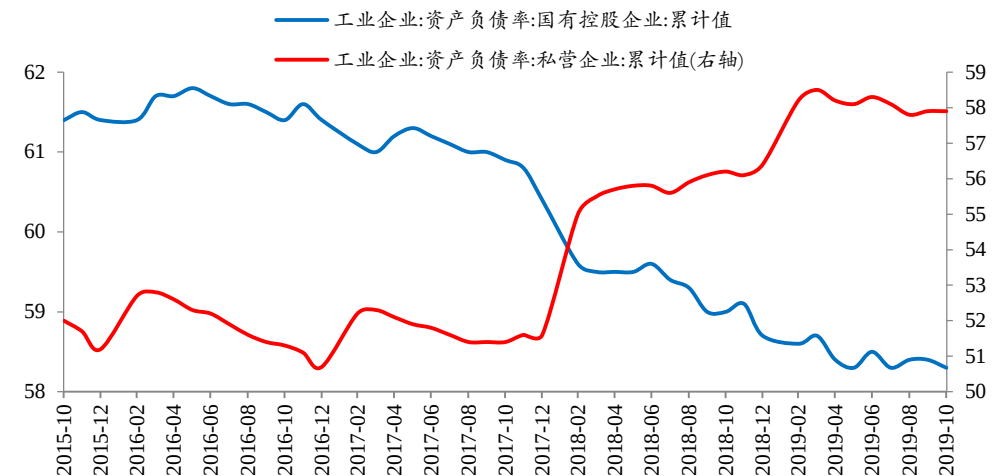
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 企业杠杆率同比领先 PPI 增速

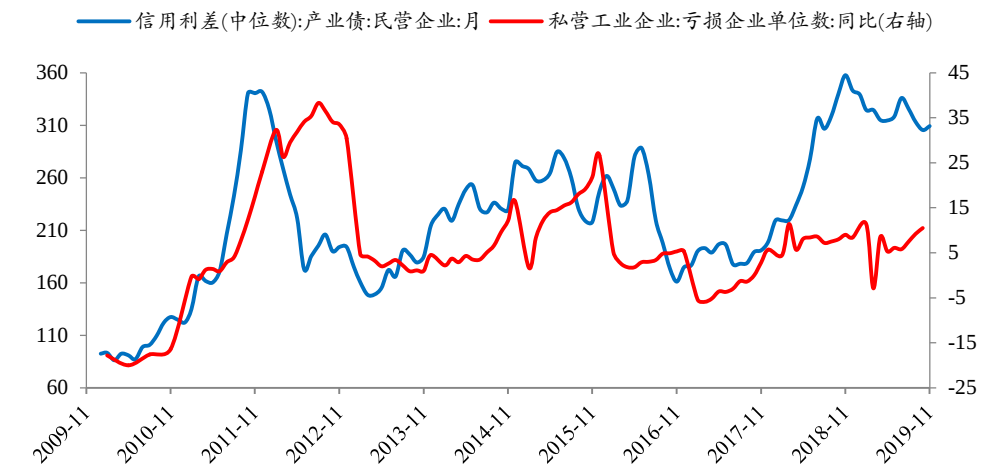
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 企业去杠杆趋缓一定程度上是由于非标融资规模降幅在收窄

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 国企与民企资产负债率分化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 民企产业债信用利差依然处于高位

资料来源：Wind，新时代证券研究所

政府杠杆率上升，地方政府是加杠杆主力。政府（显性）杠杆率自2018年下半年以来持续上升，主要原因在于基建投资增速在2018年断崖式下跌，地方政府

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_8360

