

宏观资产负债表

——2020 年宏观经济展望（一）

负债端

全球经济体进入稳杠杆阶段。全球杠杆周期经历了 2018 年以来惊鸿的去杠杆过程——国内通过对表外融资等限制约束杠杆的链条，美国在货币政策正常化过程中继续维持低杠杆状态运行。随着“稳增长”需求的上升，国内从去杠杆进入到了稳杠杆的转变，美国在 2019 年创造了货币不再紧的转变，欧洲在德国“衰退”风险中转变基调。

资产端

全球资产端构建的充要条件在接近。一个相对宽松的政策环境有利于信贷资产的扩张，而资产端的有效扩张有赖于盈利周期的重启。目前来看，以中国为代表的非美地区经历了前周期的周期下行目前正处在盈利筑底阶段；以美国为代表的经济体经历了 2018 年减税强撑周期之后，目前正处在下行过程之中。盈利周期的分化意味着资产构建的分化，需要注意的是美国周期的下行对于非美周期的压制。而跳开盈利周期的窗口，全球处在十字路口的经济长周期，财政扩张成为私人部门之外进行“逆周期”的首选。关注主权部门对于基础设施建设周期的带动。

资产负债平衡

全球长周期的下行未见底意味着短期资产端构建需要考虑长周期的配置。资产负债的平衡结构依然以全球生产率下行为主要思路，“核威慑”背景下周期只能通过“时间换空间”的方式进行，核心资产依然是关注的焦点。

宏观策略

维持周期待变过程的宏观交易策略，中期配置关注这一阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；短期交易关注“滞涨”形成的冲击风险，方向维持月报《[缺乏触点、底部延续](#)》的宏观空头思路（避险资产强于风险资产），关注黄金的交易性机会。

风险点：底部风险释放低于预期，导致宏观预期修正低于预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[经济企稳和风险释放仍需时日](#)

——宏观经济观察 010

2019-11-18

[警惕“滞涨”冲击](#)

——宏观经济观察 009

2019-11-11

[缺少触点，底部延续](#)

——宏观经济观察 008

2019-11-04

[美联储的选择料触发流动性的拐点](#)

——宏观经济观察 007

2019-10-28

[风险改善，关注宏观预期修正](#)

——宏观经济观察 006

2019-10-21

[贸易环境改善，宽松力度加强](#)

——宏观经济观察 005

2019-10-14

负债端：去杠杆化时代

杠杆，无论是增杠杆还是去杠杆，都是财富转移和再分配的过程。

——引

08 年次贷危机甚至向前追溯到 01 年科网泡沫破裂，全球经济体在泡沫破灭后对经济的整固并不多见，却是增加了新的、更高的杠杆来掩盖泡沫破裂之后的狼藉——经济民粹化。展望未来，伴随着全球劳动生产率的继续回落、债务的可持续性问题的依然引起市场担忧，关注库存周期重启过程中，全球央行宽松的再次收敛对于新杠杆的作用问题。

· 全球实体总杠杆：出现企稳迹象

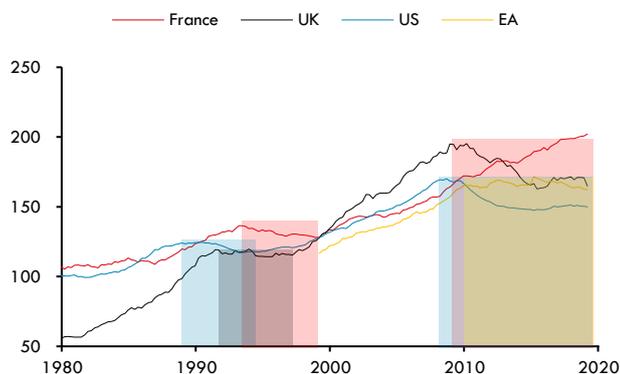
2000 年以来无论发达经济体还是新兴经济体¹，全球总体处于杠杆上升阶段，并且发达经济体杠杆率高于新兴经济体。截止 2019 年一季度，发达经济体中法国的非金融部门杠杆率上升至 202.2% 高位，新兴经济体中中国的杠杆率维持在 208.3%。

分阶段来看，2000 年的互联网泡沫破灭虽然使得全球杠杆出现较大收缩，但非金融部门相对健康。金融部门的变化迫使主要经济体货币当局不得不通过降息来为金融市场提供信用，带动 2000 年以来第一轮加杠杆。随着 04 年经济出现“过热”迹象，货币当局渐次开始收缩货币流动性，导致了这一轮的去杠杆过程。

但货币收紧后期的杠杆出现急速增加，坏账率的堆积以及次贷问题最终引起 08 年金融风暴，经济体再次被迫去杠杆，但总体依然处于高位。为了回避经济下行带来的阵痛，全球继续进行造杠杆的运动，并使得杠杆率达到了史无前例的高度。虽然 11 年的欧债危机短期打压了杠杆，但新兴经济体出于“自救”的目的快速加杠杆。18 年开始的去杠杆化对市场带来了负面冲击，政策正在逐渐转向“稳杠杆”和新一轮的加杠杆过程之中。

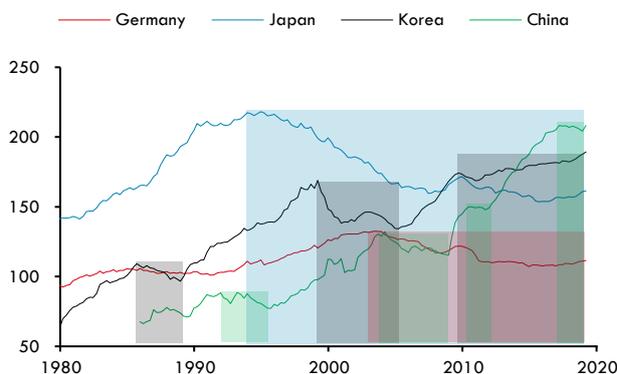
¹ 排除德日两大经济体，日本进入所谓失落的 20 年，德国在曾经的高通胀下限制着杠杆的运行。

图 1: 全球经济体杠杆水平——消费端



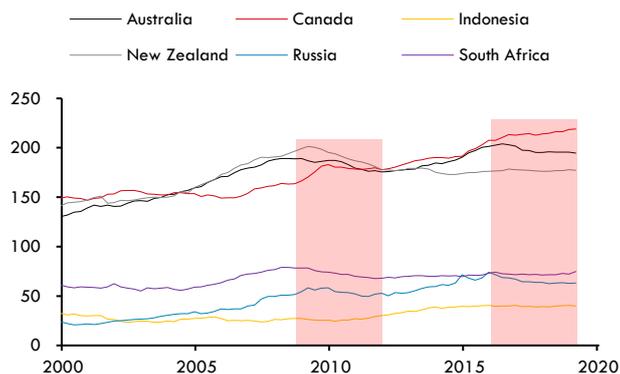
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 全球经济体杠杆水平——生产端



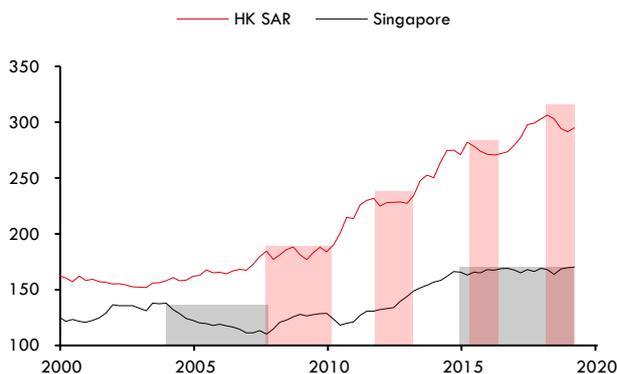
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 主要经济体杠杆水平——资源端



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 主要经济体杠杆水平——贸易端

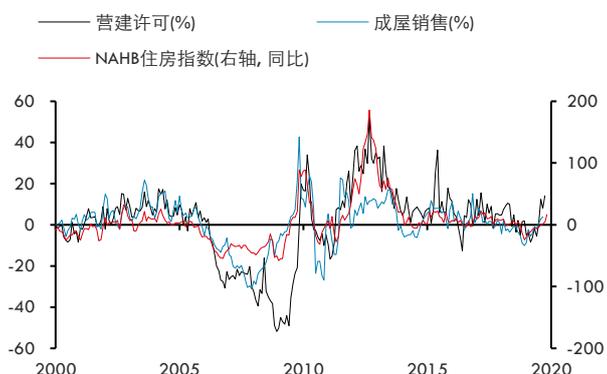


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

具体来看, 2001 年至 2003 年美联储基准利率从 6.5% 的高位回落至 1%, 也带动了美国信用的再扩张, 主要受益经济部门在房地产。随着 04 年开始对美国房价的担忧逐渐加强, 美联储开始加息, 从 1% 持续加息至 2006 年的 5.25%。而这其中美国的总体杠杆率是没有下降的, 只是加杠杆的斜率变平——高利率抑制了市场的脚步, 但是并不能阻碍市场的疯狂。08 年的次贷危机仅使得杠杆小幅回落², 美联储通过提供创新融资工具、快速的降息以及非常规货币政策, 再次将美国的杠杆增速拉回到了原有轨道上。2013 年随着美国经济的复苏势头明显 (就业市场趋稳, 消费逐步回升), 整体杠杆率缺口开始企稳, 整体杠杆率下行放缓到 2016 年出现企稳。

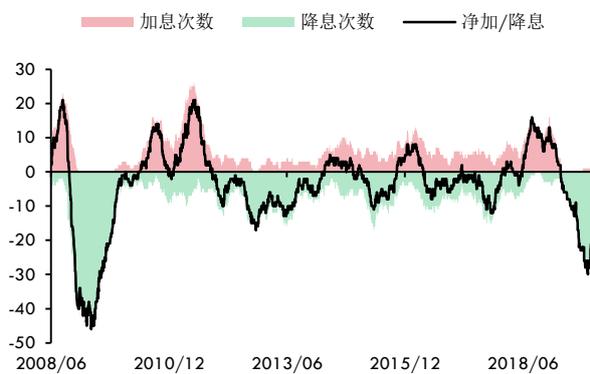
² 下文我们看到, 美国国内的杠杆进行了部门间的转移

图 5: 美国房地产市场似乎出现拐点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 全球央行利率周期宽松高点出现边际收敛



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

相比较而言，日本经济受到货币政策影响更大。虽然从 2000 年开始的 QE 为日本经济持续提供宽松的货币环境，但是 06 年利率的上调依然使得其杠杆率从高位出现回落。这一轮杠杆的再次上升则在 08 年日银将利率再次降至零，以及 09 年开始扩大 QE 开始，杠杆开启了迅速的扩张。截止 2019 年一季度日本实体杠杆率达到 378%。

表格 1: 日本 QE 进程，至今未退出

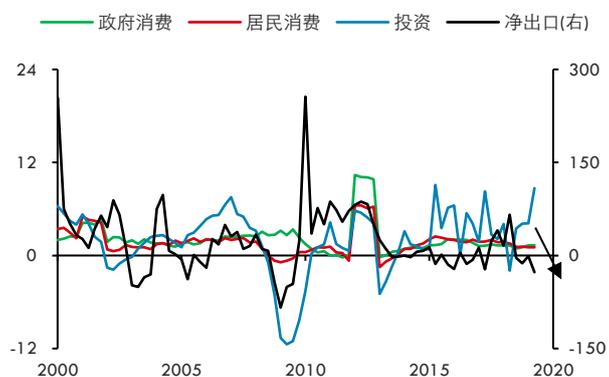
时间	内容
2001 年 03 月 19 日	将银行在央行的储备金总额由大约 4 万亿日元提高至 2006 年 3 月到 5 万亿日元，恢复零利率政策
2009 年 12 月 01 日	以 0.1% 固定利率向商业银行借出 3 个月短期贷款，变相向市场注资 10 万亿日元。在 2010 年 3 月及 8 月相继扩大至 20 万亿日元及 30 万亿日元
2010 年 10 月 25 日	调低基准利率到 0-0.1% 区间，并推出 5 万亿日元购买资产计划
2011 年 03 月 14 日	311 大地震后，将购买资产规模扩大至 10 万亿日元，并向银行体系注资最多 18 万亿日元
2011 年 08 月 04 日	维持零利率政策不变，资产购买规模增至 15 万亿日元，银行贷款计划规模增至 35 万亿日元
2011 年 10 月 27 日	资产购买规模增加至 20 万亿日元，隔夜拆借利率维持于 0-0.1% 不变
2012 年 02 月 14 日	利率维持在 0-0.1%，购买资产规模增加至 30 万亿日元。首次提出“中长期物价稳定展望”，设立 1% 通胀目标
2012 年 04 月 27 日	资产购买规模增至 40 万亿日元，银行贷款及资产购买总规模增至 70 万亿日元
2012 年 09 月 19 日	增加日本国债购买规模 5 万亿日元，增加贴现国库券 5 万亿日元。取消在资产购买计划项目下购买日本国债时的 0.1% 最低收益率限制
2012 年 10 月 30 日	扩大资产购买规模 11 万亿日元，货币宽松政策总规模达到 91 万亿日元
2012 年 12 月 20 日	扩大资产购买规模 10 万亿日元，货币宽松政策总规模升至 101 万亿日元
2013 年 01 月 22 日	引进“价格稳定目标”，将核心通胀目标设定为 2%；以及“开放式资产购买路径”，即从 2014 年 1 月起不设立资产标的购买终止期限，每月购买 13 万亿日元的资产，同时维持 25 万亿日元的资产支持操作 (FSO) 和 21.6 万亿每年的常规国债购买
2013 年 04 月 04 日	提前开启开放式资产购买计划，实施质化和量化宽松政策 (QQE)，将购买到期限最长为七年的公债，每年增购 1 万亿日元的 ETF，增购 300 亿日元房地产信托；将政策目标改为每年以 60 万亿至 70 万亿日元的速度增加基础货币。
2014 年 10 月 31 日	扩大货币宽松政策，将每年基础货币的货币刺激政策加大至 80 万亿日元 (约 7200 亿美元)

2015年12月18日	维持货币基础年增幅 80 万亿日元的计划。将设立新的 ETF 购买计划，并将 J-Reit 购买规模从当前占 J-Reit 发行总量的 5% 上调至 10%，而且将日本国债持有平均期限延长至 7-12 年
2016年01月29日	维持货币基础年增幅 80 万亿日元的计划。决定采用负利率，引入三级利率体系分别实施正、零、负利率，利率下调至-0.1%
2016年09月21日	政策利率不变，修改了有关 QQE 的政策框架：取消所持日本国债的平均期限 7-12 年的目标、执行 QQE 的同时附加附加收益率曲线控制机制、并将继续购买日本国债直至 10 期债券收益率至 0、引入通胀超调承诺，即继续扩大基础货币直至通胀持续稳定在 2% 的目标以上、灵活购买不同期限的日本国债

资料来源：BOJ 华泰期货研究院

而欧元区在经历了 08 年和 11 年两次金融风波影响后，整体杠杆率从 2005 年的 217% 跃升至 2015 年一季度的 280%，可谓现代信用货币体系下，“危机并不能消灭杠杆，而只是将杠杆转移和累加”的现实写照。而这背后的很重要的推手就是货币官方的态度，对于欧元区这样的经济体更为明显。新千年的两次主要冲击，将欧洲债务问题暴露在聚光灯下，而《马约》和《稳约》的存在使得欧元区政府难以动用财政手段为经济输血，事实上，在 IMF 等国际组织的要求下，欧元区危机国多年来受到财政纾困的影响，经济增长大幅放缓。可动用的手段摆在了货币政策面前——2008 年 11 月至 2009 年 5 月，迅速将利率从 4.25% 降至 1%；2011 年 11 月至 2016 年 3 月又将利率从 1.5% 降至 -0.4%；2019 年 9 月再次降至 -0.5%。

图 7： 欧元区 GDP 分项增速——出口、消费回落



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 欧元区通胀再次回落风险增加

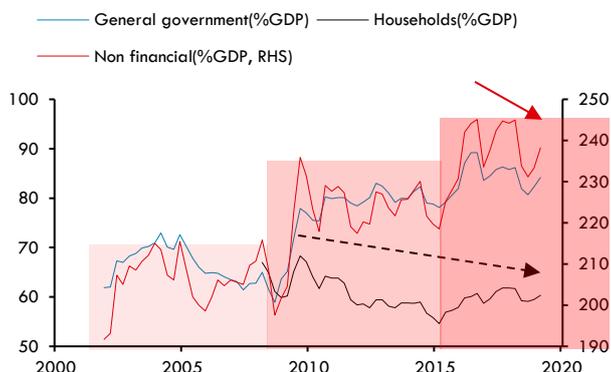


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

从数据表现上，2018 年开始欧元区经济数据开始显著回落，虽然德国经济在今年三季度避免了陷入“衰退”的风险，但是显然当前欧洲经济的动能正在进一步削弱。

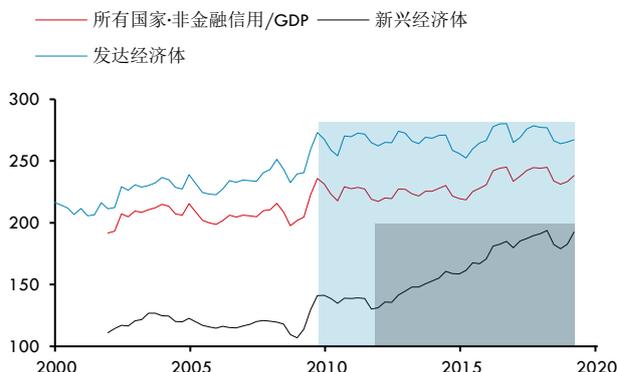
此外，至少从 BIS 的数据来看，中国的总体杠杆水平并不突出。09 年以后伴随着大规模的投资重启，实体杠杆水平在经济降速过程中出现抬升，从 08 年危机前的 142%，逐步增长至 2017 年的 253%。但是在近期“稳增长”压力下截止 2019 年一季度再次回升至 259%。

图 9: 主要经济体分部门杠杆水平



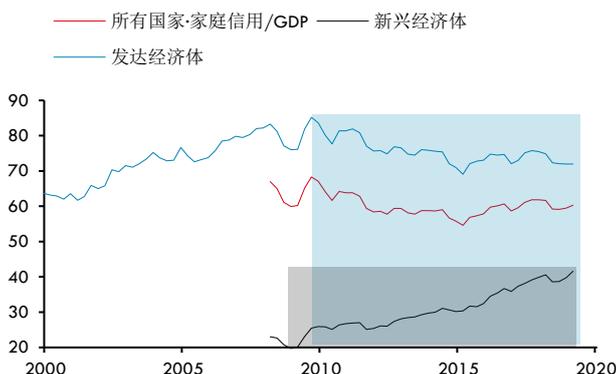
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 非金融部门杠杆率分组别对比



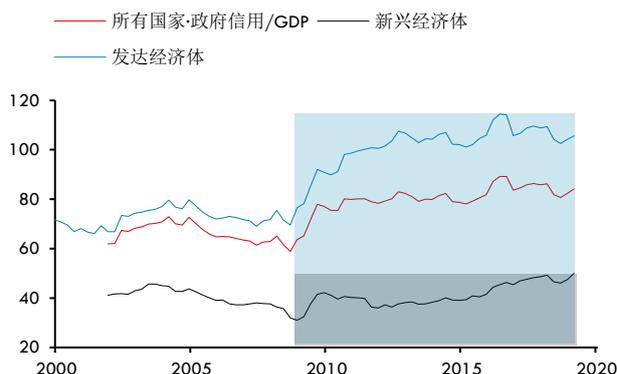
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 家庭部门杠杆率分组别对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 政府部门杠杆率分组别对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

对杠杆水平进行拆解, 以观察分部门的杠杆率变动情况。我们发现:

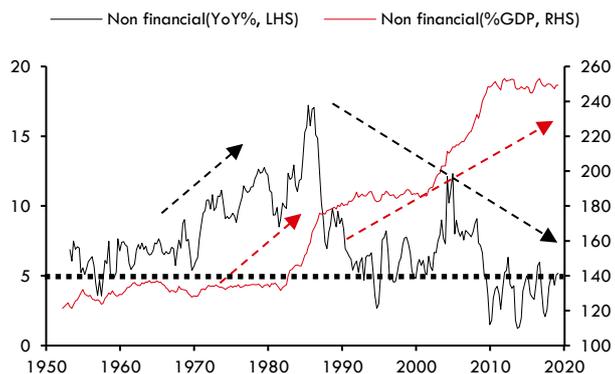
- 1) 无论是企业部门还是居民、政府部门, 发达经济体的杠杆水平均显著高于新兴经济体。
- 2) 发达经济体的非金融实体部门 (267%) 在 2009 年至 2015 年出现杠杆停滞 (不增) 的情况, 但是新兴经济体 (192%) 的停滞期仅延续至 2011 年, 显著短于发达经济体, 并在 2012 年开始增速迅速上升。
- 3) 发达经济体的家庭部门 (72%) 行为类似于非金融实体部门, 甚至情况更不乐观, 杠杆水平自 2009 年开始一路回落——去杠杆化, 直至 2015 年逐步回稳弱反弹。但是新兴经济体的家庭部门 (41.6%) 自 08 年以后却是持续加杠杆的过程。

4) 政府部门表现截然相反。发达经济体 (105.6%) 和新兴经济体 (50%) 的政府部门在 2008 年以前均处于去杠杆过程, 但是危机后发达经济体的政府部门大幅增加杠杆水平, 新兴经济体却在 09 年加杠杆托底后杠杆率持续回落, 截止 2015 年底杠杆水平才回升至 09 年高点。

· 非金融部门杠杆: 继续接近冰点

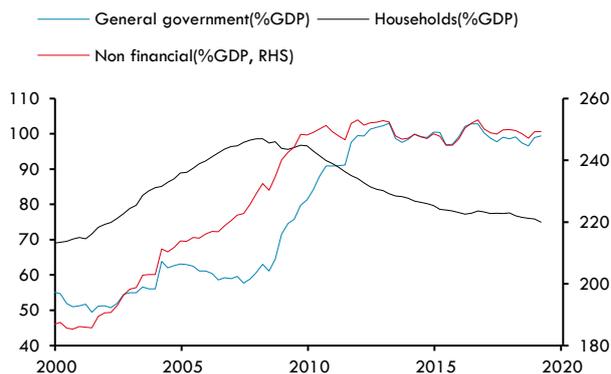
根据数据可得性, 发达国家我们以美国为例说明非金融部门的杠杆变迁。1950 年代以来, 美国企业部门经历了两轮主要加杠杆过程——1982 年至 1987 年、2001 年至 2010 年。从货币政策的角度这两轮加杠杆都伴随着美联储的大幅降息, 82 年美联储在逐步抑制住通胀的背景下开始放松货币政策, 而 01 年确实在互联网泡沫破灭后的货币宽松。

图 13: 美国非金融部门杠杆变迁——结构转换



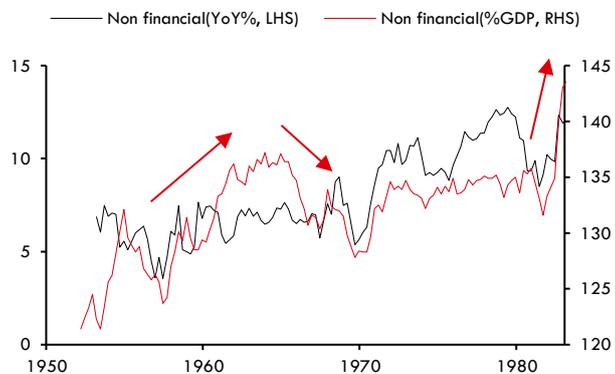
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 2000 年以后美国的杠杆变化



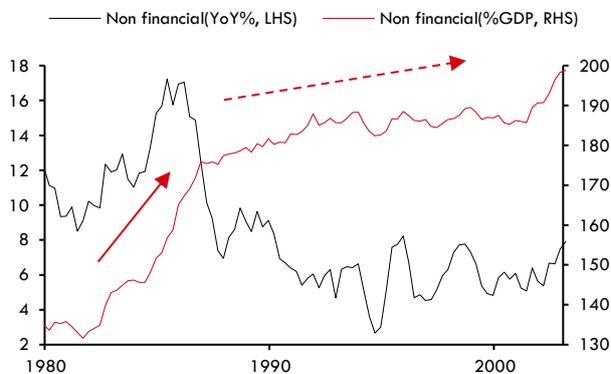
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 1950-1982——实体的黄金年代



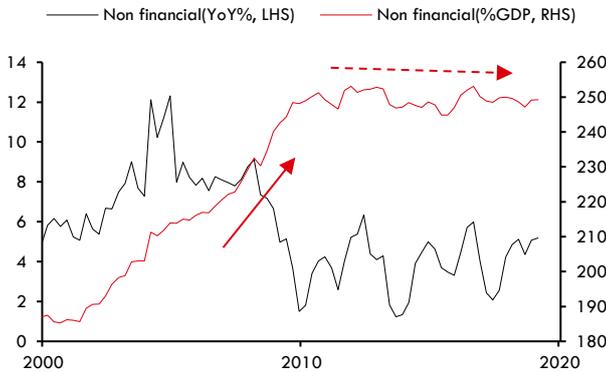
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 1985-2001——令人惊艳的二十年



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 2008-至今——无信用的复苏



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 次贷危机主要体现在对金融部门杠杆的去化



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

- 1) **1982 年**。战后美国经济大幅增长，企业杠杆持续回升，截止 1963 年上升至 137%。但是其后的高赤字和通胀却引起市场担忧，黄金开始持续流出、美元和黄金的联系本位制受到质疑，企业杠杆出现大幅调整。随着 68 年黄金总库的崩溃和美元黄金的脱钩，缓解了黄金流出的压力。但是其后 70 年代的石油危机和货币危机抑制了企业的加杠杆行为——直到 80 年代初沃克尔的强势政策重拾了美元信用，经济的复苏带来了企业重新加杠杆。
- 2) **2001 年**。80 年代美国经济重拾升势，85 年广场协议的弱美元更是提振了市场信心，美股信心高涨，企业杠杆延续上升势头。但是这一切止步 80 年代后期的储贷危机，企业杠杆增长放缓，但是在美联储低利率刺激下并没有收缩。而当 01 年科网泡沫破裂后美联储更大幅宽松到来时，企业加杠杆的步伐终于再次开启。
- 3) **2016 年**。08 年的次贷危机不仅刺破了房贷泡沫，而且令企业部门加杠杆过程因为经济的悲观预期而停止。这种转折发生在 15 年底或 16 年初一季度，企业部门杠杆率首次超过 08 年调整以来高点，但是整体杠杆的上移过程仍显缓慢。

图 19: 美国经济进入“滞涨”象限 (%)

图 20: 美国盈利展望向下 (%)

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_8818

