



鲁政委：“漂亮去杠杆” 与稳增长



文/郭于玮， 鲁政委（鲁政委为兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家）

“漂亮去杠杆”理念是我们理解当前经济与政策走向的主线。宏观杠杆率等于债务与 GDP 之比，因此，我们可以通过三种方式使宏观杠杆率稳中有降：第一，提高举债的效率，使每一单位债务能够撬动更多单位的 GDP；第二，降低负债增速，尤其是经济中杠杆率较高、脆弱性日益积累的部门的负债增速；第三，提升经济增长的动能，如通过财富再分配等手段提升居民总体的消费能力。与此同时，为了减轻去杠杆的过程中可能出现的信用风险，减轻非金融部门的偿债压力，需要维持合理充裕的流动性环境。

因此，政策当局出台多项政策规范房地产与城投平台举债，并着力减轻居民在住房、教育等方面的支出负担，唤醒消费潜能。经济增长动能随之转换。2021 年第二季度建筑业 GDP 同比仅增长 1.8%，是 2000 年以来的次低值，但第二季度居民消费倾向有所回升。

总体来看，由于居民收入两年平均增速下台阶、房地产债务扩张放缓，GDP 增速的中枢或已低于疫情前，只是暂时被低基数所掩盖了。

从历史经验来看，2022 年 GDP 增速的政策预期目标可能定 5.5% 左右或者 5%-5.5% 这个区间。考虑到 2022 年工业企业将进入去库存阶段，稳增长的压力可能更大。“漂亮去杠杆”要求更精准拿捏好两方面政策的时度效，给定自 2020 年第四季度以来连续三个季度宏观杠杆率水平已经下降，未来一段时间政策更可能接受杠杆率的走平，这意味着年内基建投

资的回升将是温和的。同时，为了减轻私人非金融部门和政府部门的付息负担，降低融资成本依然是未来一个阶段货币政策的重要目标，第四季度可能再度降准，信贷的基准利率 LPR 也可能下调。由此也将使得下半年人民币汇率总体偏弱。

2021 年 6 月 “三驾马车” 表现均好于市场预期，通胀预期继续降温。然而，货币环境却发生了超预期的变化：一方面，7 月初降准，释放长期流动性；另一方面，社融增速在连续 3 个月下滑后止跌企稳，M2 同比也出现明显的反弹。在货币政策加力的同时，财政政策的表现依然含蓄。

我们理解，当前 “经济稳、货币进、财政稳” 的经济与政策组合，实际上体现了 “漂亮去杠杆（BeautifulDeleveraging）” 的政策逻辑。

图表1：宏观经济与政策环境速览

指标类别	指标名称	2021-06	2021-05	2021-04
经济增长	工业增加值同比(%)	▼ 8.3	8.8	9.8
	服务业生产指数同比(%)	▼ 10.9	12.5	18.2
	固定资产投资同比(%)	▲ 6.0	5.5	10.9
	出口同比(%)	▲ 32.2	27.8	32.2
	社会消费品零售同比(%)	▼ 12.1	12.4	17.7
物价	PPI同比(%)	▼ 8.8	9.0	6.8
	CPI同比(%)	▼ 1.1	1.3	0.9
货币条件	M2同比(%)	▲ 8.6	8.3	8.1
	社融同比(%)	▲ 11.0	11.0	11.7
	DR007(%)	▲ 2.25	2.12	2.11
	CFETS人民币汇率指数	▲ 97.9	97.5	96.6
财政力度	一般预算财政支出同比(%)	▼ 11.7	18.7	29.4
	政府性基金支出同比(%)	▲ 19.6	-7.6	9.2
	政府债券存量同比(%)	▼ 16.8	17.1	18.8

注：工业增加值、服务业生产指数、固定资产投资、出口、社零、PPI、CPI、一般预算财政支出同比和政府性基金支出同比增速均为当月同比。

数据来源：Wind、兴业研究

桥水基金的达利欧曾经指出，去杠杆的方式包括紧缩、债务违约或重组、债务货币化与财富再分配，而“漂亮去杠杆”需要把握好上述四种力量之间的平衡。

我们也可以用一种更加简单的方式理解上述问题。宏观杠杆率等于债务与GDP之比，因此，要实现宏观杠杆率稳中有降，需要使债务增长的速度小于或等于名义GDP增长的速度。我们可以通过三种方式实现这一目标：

第一，提高举债的效率，使每一单位债务能够撬动更多单位的GDP；

第二，降低负债增速，尤其是经济中杠杆率较高、脆弱性日益积累的

部门的负债增速；

第三，提升经济增长的动能，如通过财富再分配等手段提升居民总体的消费能力。

与此同时，为了减轻去杠杆的过程中可能出现的信用风险及其对金融机构资产负债表的影响，需要维持合理充裕的流动性环境。

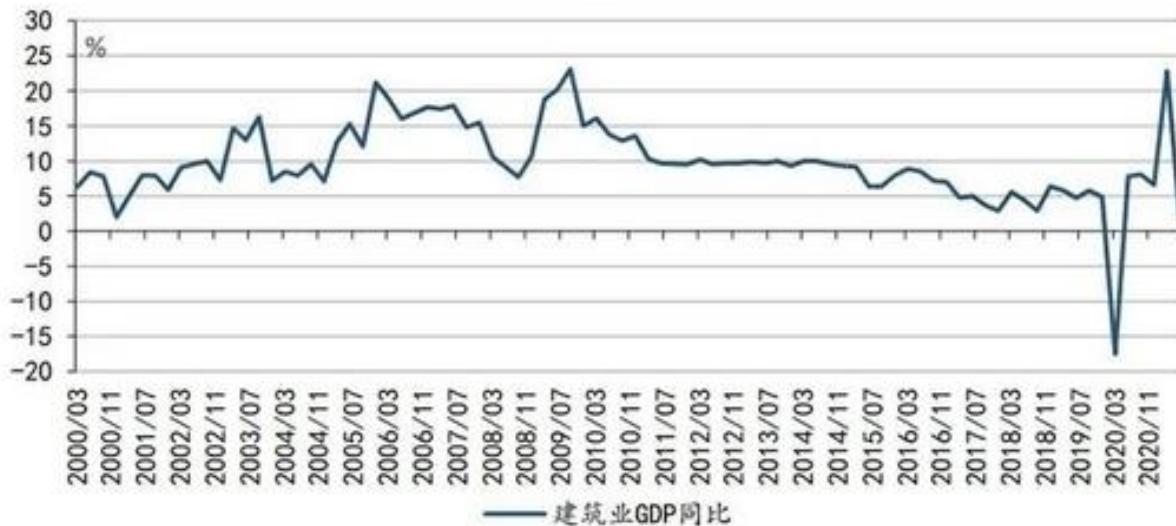
上述内容也是我们理解当前经济环境与政策变化时需要把握的主线。

一、经济形势

在“漂亮去杠杆”的逻辑影响下，经济动能正在发生深刻调整。

第一，政策部门正在通过专项债绩效管理、信贷结构调整等手段提高举债的效率。从专项债发行来看，2021年专项债发行进度慢于历史同期。不仅如此，6月财政部还进一步发布了《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》（以下简称“《办法》”），首次明确对专项债项目进行全流程绩效管理。在事后评价环节，《办法》要求对项目形成资产情况、项目带动社会有效投资情况、考虑闲置因素后债券资金实际成本等情况进行全面的评价。由于2021年实现6%以上的GDP增长目标压力不大，且专项债审批与绩效管理更为严格，2021年地方债发行进度较慢，5月与6月基建投资当月同比出现了小幅负增长。2021年第二季度建筑业GDP同比仅增长1.8%，是2000年以来的次低值，仅高于2020年第一季度疫情高峰期。

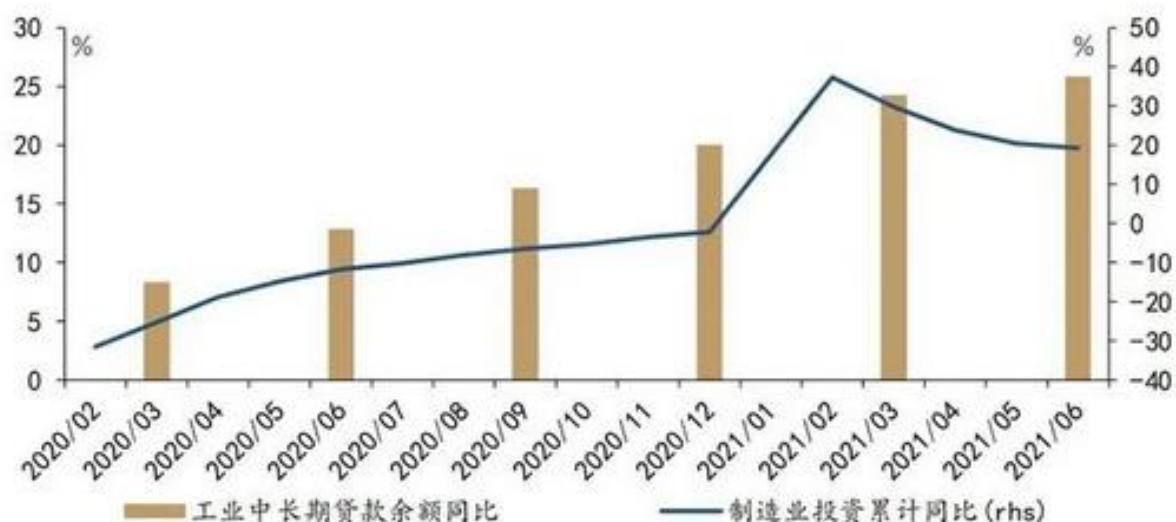
图表2：建筑业GDP同比



数据来源：Wind、兴业研究

从信贷结构来看，在政策引导下，2021年第一季度工业中长期贷款余额同比上升至24.2%的水平，是2010年第四季度有数据以来的最高水平。在信贷的有力支持下，2021年以来制造业投资累计同比维持着两位数的正增长。

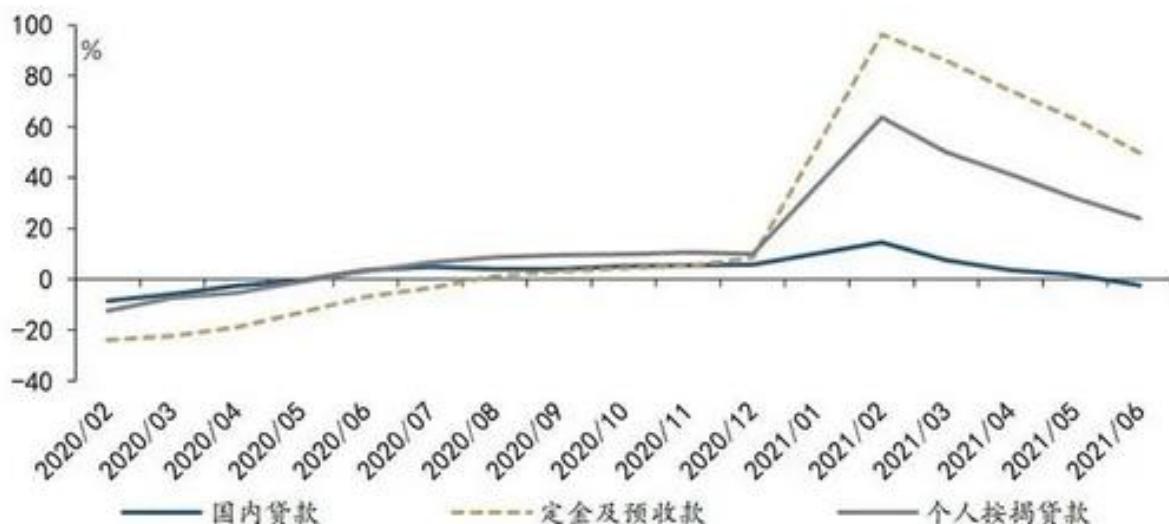
图表3：工业中长期贷款与制造业投资



数据来源：Wind、兴业研究

第二，扼制高杠杆部门的举债冲动。随着房贷集中度管理和“三道红线”管控效果的持续显现，2021年6月房地产投资资金来源中国内贷款的累计同比增速已经转负，来自购房者的首付和按揭贷款正在填补房企贷款收缩所带来的资金缺口。在房地产调控持续收紧的背景下，全国首套房平均贷款利率正在稳步上升，商品房成交逐渐降温。到2021年6月，房地产投资的当月同比增速仅6.1%，低于2019年12月疫情爆发前的7.4%，反映出疫后货币宽松对房地产投资的提振作用已经基本消退。

图表4：房地产开发资金来源累计同比增速



数据来源：Wind、兴业研究

第三，提升居民消费的能力。随着经济逐渐走出疫情的影响，居民的消费意愿正在回升。2021年第二季度全国居民人均消费支出占收入的比例为69.4%，较2019年同期低1个百分点，降幅较2021年第一季度收窄了2.8个百分点。

在外部环境不确定性上升的背景下，为了进一步释放内需的潜力，政策当局正在着力减轻居民在住房、教育等方面的支出负担，唤醒消费潜能。

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_34141

