



张瑜：加杠杆一定引至利率上行吗？



意见领袖 | 张瑜

主要观点

前言

此前的报告《信用扩张从“自动挡”到“手动挡”》我们通过拆分最新的社融数据结构，提示当下社融已经由过去的“利益驱动”变更为当下的“政策引领”。本篇报告我们将目光从社融聚焦到杠杆层面，通过杠杆数据拆分尝试回答三个问题。

①居民和民企等私人部门为何没有加杠杆意愿？

②以政府为主导的加杠杆和以私人部门为主导的加杠杆宏观影响有何不同？

③未来一段时间，国内主导加杠杆的主体还会是政府吗？

通过回答上述问题，我们尝试对于未来的利率走势提出一种杠杆维度的观察视角。

拆解杠杆数据：政府是今年加杠杆的主体部门

(1) 当下政府是我国加杠杆的主体部门。截止 2022 年 9 月，政府杠杆率增速 9.2%，非金融企业杠杆率增速 2.9%，居民杠杆率增速 0.5%。政府杠杆率增速明显高于居民和企业部门。

(2) 以政府为主导的加杠杆已经持续了接近三年。2007 年以来，仅有三次政府杠杆率增速明显高于居民部门杠杆率增速。分别是 2008 年全年，2014.03~2015.03 以及 2020 年至今。

政府主导加杠杆的原因：私人部门缺少借贷意愿

疫情冲击+房价回落：居民部门减少借贷，加多储蓄，加速还款

(1) 居民不加杠杆的原因：疫情冲击之下，居民消费倾向回落，倾向更多储蓄的居民占比提升，购房按揭贷款有加速提前还款的趋势。我们选取 2014，2019 和 2022 年 Q3 三个时间段比较，居民边际消费倾向分别为 71.9%，70.2%，67.7%；倾向于更多储蓄的居民占比分别为 44.9%，45.7%，58.1%。此外，今年是历史上首次在商品房销售同比回落的背景下，居民加速提前偿还按揭贷款。

(2) 居民资产负债表与 2020 年相比：今年的冲击或强于 2020 年。虽然今年利率持续下降，但①前十个月居民消费贷款仅新增 1.06 万亿，同比下滑 3.4 万亿，是 2020 年同比下滑幅度的 8.5 倍。居民对房地产市场的悲观是消费贷款大幅回落的主要因素。②前十个月居民定期存款增长 11.5 万亿，同比抬升 4.2 万亿，是 2020 年同比抬升幅度的 4.6 倍。

利润下行+亏损增多引至民企减少投资，企业部门主要是国企加杠杆

(1) 企业加杠杆的结构：国企或是主要借贷部门。虽然企业中长期贷款同比多增 3200 亿元。但是年初以来国企投资同比持续抬升，民企投资

同比则持续回落并同比转负。考虑到企业借中长期贷款的主要目的是固定资产投资，因此我们预计国企是本轮企业加杠杆的主体。

(2) 民企投资为何回落：经济回落引至民企缺乏投资意愿。①从统计局公布的数据观测来看，2020 年以来国有控股的工业企业亏损比例（亏损单位数占总体单位数比重）并未变化，而非国有控股的工业企业亏损比例则是疫情前的 1.25 倍。②叠加今年非国有控股的工业企业资本回报率持续回落，因此引至民间投资的下行。

政府主导杠杆的宏观影响：利率易下难升

国别经验：中日美在政府主导加杠杆期间，利率基本呈现下行态势

(1) 政府杠杆率增速较高时，通常对应长端利率的大幅下行。参照中国经验，政府杠杆率增速较高期间，2007.12~2008.12 十年期国债下行 162bp，2014.03~2015.03 十年期国债下行 100bp，2019.12~2022.09 十年期国债下行 46bp。而居民杠杆率增速较高期间，2008.12~2014.03 十年期国债上行 165bp，2015.03~2019.12 十年期国债中枢基本持平。

(2) 美国同样在政府杠杆率增速较高期间利率大幅下行。1953 年以来的政府杠杆率增速较高期间，仅有 2004 年 3 月至 12 月的加息周期十年期国债有所抬升，其余六次十年期国债均为回落。而当美国居民杠杆率增速较高时，也仅有两次十年期国债收益率下行，其余六次十年期国债收益率均明显抬升。

(3) 日本政府债务持续上升，但十年期国债也呈现出下行的态势。辜朝明曾在《大衰退年代》一书中表明，“1990 年后的日本最早出现了政府债券令人意想不到的低收益，尽管国家预算赤字和公债像火箭一样飙升。到 2009 年，日本公债已经超过了 GDP 的 200%。但是，10 年期债券的收益下降到 1.34%。就在 2013 年日本银行量与质双宽松政策掀开盖头之前，尽管国家公债已经上升到 GDP 的 240%，10 年期债券的收益仍下滑到 0.735%。”

原因拆解：资本回报率下行，央行投放加大，私人部门储蓄增多

(1) 利率下行的第一个原因是当政府主导投资行为通常对应是资本回报率的回落。私人部门的投资追求“利润最大化”，因此当私人部门融资需求较高时，利率自然难以下行。但政府投资以公共项目为主，而公共项目本身少有“自负盈亏”的，其意义在于外部性的社会收益。因此随着资本回报率的回落，利率自然呈现逐步走低的态势。

(2) 利率下行的第二个原因是政府加杠杆的背景下，央行预计加大基础货币投放支持基础设施建设投资。纵观历史，每当政府加杠杆助力经济的情境下，总会有新的融资工具的诞生。比如 2009 年 3 月央行支持城投平台的建立，再比如 2014 年央行创设 PSL 以及 2015 年引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营 (PPP)，再比如今年央行支持的政策性金融工具以及创设的保交楼和设备更新改造等专项再贷款。随着央行投放更多的基础货币，利率自然易下难升。

(3) 利率下行的第三个原因是存在滞留在金融机构的未被借出的资金。私人部门在悲观预期下，会减少贷款，增加储蓄。市场上出借人（储蓄者）增多，但借款人（贷款人）回落。在这一情景下，私人部门的过剩储蓄流向市场的仅剩的借款人——政府。政府借贷缺少竞争的背景下，利率自然有所回落。

投资建议：国企加杠杆仍将持续，债市或存在安全边界

(1) 私人部门投融资意愿短期难修复，我们预计以政府主导的加杠杆仍有半年时间。居民层面，疫情冬季加速扩散叠加房价加速回落，居民“储蓄最大化，债务最小化”的趋势仍将持续一段时间。企业层面，根据地产投资对企业资本回报率的领先关系，未来半年企业资本回报率预计仍将呈现下行态势，在此情境下民企的投融资意愿预计仍将较为低迷。

(2) 当下债市受到经济预期改善和理财赎回等多方面冲击，不过结合历史经验，政府加杠杆主导的背景下，债市或存在安全边界。2023 年上半年核心通胀压力不大，工业企业利润同比为负预示央行仍有降息助力“稳增长”的可能。但到了下半年核心 CPI 有快速上行的风险，届时央行的态度或从“稳增长”逐步转换为“稳物价”。（有关通胀的分析参考《从明年核心通胀风险理解“三稳”逻辑》）

风险提示：新冠疫情扩散超预期，房地产修复超预期，货币政策超预期，通胀超预期

报告目录

一、 政府主导加杠杆的原因：私人部门缺乏借贷意愿	6
（一） 政府主导加杠杆的原因之一：居民部门的资产负债表可能受损	6
（二） 政府主导加杠杆的原因之二：民营企业缺乏投资意愿	7
二、 政府主导加杠杆的宏观影响——利率易下难上	9
（一） 利率下行的原因之一：公共项目收益率较低——需要降低融资成本配合 ..	10
（二） 利率下行原因之二：央行加大基础货币投放	10
（三） 利率下行原因之三：私人部门形成的超额储蓄	11
三、 未来半年政府仍是加杠杆主体，对应债市或存在安全边界	11

报告正文

此前的报告《信用扩张从“自动挡”到“手动挡”》我们通过拆分最新的社融数据结构，提示当下社融已经由过去的“利益驱动”变更为当下的“政策引领”。本篇报告我们将目光从社融聚焦到杠杆层面，通过杠杆数据拆分尝试回答三个问题。



①居民和民企等私人部门为何没有加杠杆意愿？

②以政府为主导的加杠杆和以私人部门为主导的加杠杆宏观影响有何不同？

③未来一段时间，国内主导加杠杆的主体还会是政府吗？

通过回答上述三个问题，我们尝试对于未来的利率走势提出一种杠杆维度的观察视角。

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_50550

