

总量研究

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？

——货币政策前瞻系列一

要点

事件：2020 年受新冠疫情冲击后，在逆周期调节政策发力的助推下，我国 2020 年末实体经济部门杠杆率较 2019 年末大幅抬升 23.6 个百分点。今年政府工作报告及“十四五”规划等政策文件频繁提及保持宏观杠杆率以稳为主，稳中有降。

核心观点：2020 年四季度经济增速回到潜在产出水平之上后，被央行阶段性放松的稳定宏观杠杆率的目标，再次成为货币政策的重要约束条件。总量上，为了实现宏观杠杆率稳定的目标，今年社融存量增速需要控制在 11% 以内。

结构上，2020 年宏观杠杆率的上行主要源于非金融企业及政府部门，贡献率分别为 44% 及 30%。相较 2008 年金融危机后宏观杠杆率的抬升，本轮宏观杠杆率上行的过程中呈现出两个新的特点：一是，民营企业杠杆上行幅度明显大于国有企业杠杆；二是，中央政府与地方政府杠杆上行幅度大致相当。从政策关注度及国际比较两个角度而言，我们认为地方政府（特别是地方政府融资平台）及非金融国有企业将成为本轮控制杠杆率上行的核心。

高频跟踪：建立了以社科院口径杠杆率为基础的高频测算方法。

目前主要有实体经济部门杠杆率（社会科学院）与非金融部门杠杆率（国际清算银行）两个宏观杠杆率指标，但均为季度更新，时效性较差。因此，我们便以社科院口径的杠杆率为基础，建立了月度高频测算方法。该方法对居民部门和政府部门杠杆率的追踪基本没有误差，对非金融企业部门的追踪误差在 2 个百分点之内，追踪效果较好。

总量影响：社融增速回落是稳定宏观杠杆率的必然结果。

宏观杠杆率保持稳定意味着分子端的增速不能大于分母端的增速，也就是说，今年实体部门债务存量增速理论上不应大于名义 GDP 的增速。若将社融存量作为实体部门债务余额的代理变量，按 11% 估算今年名义 GDP 的增速，则 2021 年社融存量增速理论上应该控制在 11% 以内，较去年 13.3% 的增速，下降约 2.3 个百分点，全年新增社融约 31.3 万亿。

缘何回升：非金融企业债务及政府债务是本轮杠杆率回升的主要来源。

2020 年末宏观杠杆率由 2019 年末的 246.5%，大幅攀升 23.6 个百分点至 270.1%，主要源于非金融企业部门及政府部门，贡献率分别为 44% 及 30%。与 2008 年金融危机后的宏观杠杆率上行相比而言，本轮宏观杠杆率的提升呈现出两个新的特点：一是，民营企业杠杆上行幅度明显大于国有企业杠杆；二是，中央政府与地方政府杠杆上行幅度大致相当。

结构影响：地方政府及非金融国有企业将成为控制杠杆率上行的核心。

从政策关注度及国际比较两个角度而言，我们认为地方政府（特别是地方政府融资平台）及非金融国有企业将成为本轮控制杠杆率继续提升的核心，有个不一定精确的杠杆控制权衡排序可供参考：地方政府杠杆 > 非金融国有企业杠杆 > 居民部门杠杆 > 中央政府杠杆 > 非金融私营企业杠杆。

作者

相关研报

什么是欧洲解封的绊脚石——光大宏观周报（2021-03-28）

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——《全球朱格拉周期开启》第六篇（2021-03-25）

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球朱格拉周期开启》第五篇（2021-03-24）

出生率下滑无法逆转，90 后直面人口峭壁——《人口峭壁》第一篇（2021-03-22）

1.9 万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇（2021-03-07）

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021 年全国两会点评报告（2021-03-06）

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉周期开启》第三篇（2021-03-03）

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021 春季宏观策略报告（2021-02-22）

先复苏，后通胀，周期王者归来——总量与行业联合研究报告（2021-02-22）

美国版四万亿基建来袭，A 股如何布局——总量与行业联合研究报告（2021-02-21）

目 录

一、构建宏观杠杆率的月度高频跟踪指标	4
1.1 现存宏观杠杆率的时效性欠佳	4
1.2 宏观杠杆率月度跟踪指标的构建	5
二、总量上，稳杠杆需要控制社融增速	6
2.1 杠杆率稳中有降一直都是货币政策的重要目标	7
2.2 社融增速回落是稳定宏观杠杆率的必然结果	9
三、结构上，稳杠杆将优先控制流向政府融资平台及国有企业的融资	11
3.1 杠杆率的回升主要源自非金企业部门及政府部门	11
3.2 控制地方政府融资平台及国有企业融资增速是核心	14

图目录

图 1: BIS 与 CNBS 对于宏观杠杆率的定义一致	4
图 2: BIS 测算的宏观杠杆率明显高于 CNBS	4
图 3: 实体经济部门杠杆率与高频观测值基本一致	6
图 4: 政府部门杠杆率完全落于高频观测曲线之上	6
图 5: 居民部门杠杆率完全落于高频观测曲线之上	6
图 6: 非金融企业部门杠杆率与高频观测值基本一致	6
图 7: 国际金融危机爆发后各经济体杠杆率的变化 (2008 年 Q4 至 2015 年 Q4)	7
图 8: COVID-19 疫情冲击后各经济体杠杆率的变化 (2019 年 Q4 至 2020 年 Q3)	9
图 9: 2017 年后社融存量与实体部门债务余额基本相当	10
图 10: 2017 年后社融存量计算的杠杆率与 CNBS 变动基本一致	10
图 11: 2021 年的 GDP 平减指数约为 2.63%	11
图 12: 2021 年社融存量增速需要控制在 11% 以内	11
图 13: 本轮加杠杆的部门主要为非金融企业部门与政府部门 (CNBS 口径杠杆率)	12
图 14: 杠杆率角度来看，本轮加杠杆非金融民营企业幅度更大	12
图 15: 负债率角度来看，本轮杠杆主要加在非金融民营企业	12
图 16: 本轮中央和地方政府加杠杆的节奏较为一致	13
图 17: 居民加杠杆主要用于中长期消费	13
图 18: 住户中长期消费贷款主要用途为个人住房按揭	13
图 19: 我国非金企业杠杆率绝对水平及边际趋势均处于较高水平	15
图 20: 我国政府杠杆率绝对水平及边际趋势均处于中位数附近	15
图 21: 我国居民杠杆率边际增速处于较高水平	15
图 22: 剔除经营性债务后居民杠杆率边际增速仍略高于国际水平	15

表目录

表 1：中国社科院与国际清算银行宏观杠杆率测算口径的比较	5
表 2：宏观杠杆率高频观测的估算指标.....	5
表 3：政策当局涉及宏观杠杆率的表述.....	7
表 4：政策当局涉及各部门杠杆率的表述	14

2020 年受新冠疫情冲击后，在逆周期调节政策发力的助推下，我国 2020 年末实体经济部门杠杆率较 2019 年末大幅抬升 23.6 个百分点。今年政府工作报告及“十四五”规划等政策文件频繁提及保持宏观杠杆率以稳为主，稳中有降。

这不禁引发我们的思考，我们是否可以通过稳杠杆预判货币政策的走向，以及政策又会怎样保持宏观杠杆率的稳定？本文将会就此展开探讨。

一、构建宏观杠杆率的月度高频跟踪指标

宏观杠杆率通常使用实体经济部门的总债务与 GDP 之比来表示，是债务存量与收入流量之比，用于衡量债务的可持续性。目前主要有两个口径的通用宏观杠杆率，本部分我们首先将对研究现存的观测口径，进而借助更高频的数据来构建高频观测体系，以便更及时有效地跟踪宏观杠杆率的变化。

1.1 现存宏观杠杆率的时效性欠佳

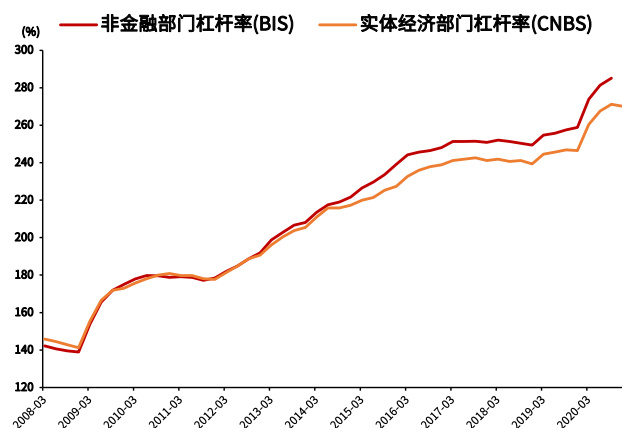
目前主要有两个现存的宏观杠杆率指标，一是国际清算银行(BIS)测算的中国非金融部门杠杆率，二是中国社科院国家资产负债表研究中心(CNBS)测算的实体经济部门杠杆率。两者均采用非金融企业部门（简称企业部门）、政府部门、居民部门的债务余额与国内生产总值（GDP）之比来衡量宏观杠杆率，并以季度为节点进行更新。

图 1：BIS 与 CNBS 对于宏观杠杆率的定义一致

$$\begin{aligned} \text{宏观杠杆率} &= \frac{\text{债务存量}}{\text{名义GDP}} \\ &= \frac{\text{政府债务} + \text{居民债务} + \text{非金融企业债务}}{\text{名义GDP}} \end{aligned}$$

资料来源：BIS，NIFD，光大证券研究所

图 2：BIS 测算的宏观杠杆率明显高于 CNBS



资料来源：Wind，光大证券研究所；BIS 口径截至 2020Q3，CNBS 口径截至 2020Q4

单纯观测国内各部门杠杆率变化，CNBS 口径的杠杆率准确性更高。通过对比 BIS 与 CNBS 测算的宏观杠杆率可以看到，虽然两者对宏观杠杆率的定义是一致的，但是具体的测算数值仍存在差异。这主要源于两者在测算各部门债务存量时的差异，BIS 的测算口径中政府债务与非金融企业部门债务均包含政府融资平台债务，因而存在一定的重复纳入，在一定程度上高估了宏观杠杆率。CNBS 的测算口径中，则在政府部门债务中剔除了一部分与非金融企业部门债务重合的政府

融资平台债务，虽然并未完全剔除干净，但数据的参考意义要明显强于 BIS 口径的宏观杠杆率。

若要进行杠杆率的国际比较，BIS 口径的杠杆率具有不可替代性。虽然 BIS 口径的杠杆率对国内实体部门杠杆率的测算有所高估，但其仍存在着无法被 CNBS 口径杠杆率完全取代的差异化价值。那就是，CNBS 仅对中国宏观杠杆率进行了测算，而 BIS 则对全球 45 个主要经济体进行了测算。从而，在仅考虑国内杠杆及进行各部门结构拆分时，使用 CNBS 的杠杆率数据相对更加精确；但在进行国际比较时，BIS 的数据则更具有可比意义。

表 1：中国社科院与国际清算银行宏观杠杆率测算口径的比较

项目	中国社会科学院(CNBS)	国际清算银行(BIS)
发布时间	季末月后 2 个月	季末月后 6 个月
宏观杠杆率	债务余额/名义 GDP，其中，债务余额为政府、居民、非金融企业三部门债务加总，名义 GDP 为近四个季度名义 GDP 的移动加和。	
政府部门	中央政府债务为国债余额；地方政府债务为地方债和地方政府其他债务，剔除掉了一部分与非金融企业部门债务重合的融资平台债务。	包括政府显性债务和隐性债务，主要为融资平台债务、政府引导基金类债务、PPP 债务等。
居民部门	居民银行贷款，包括消费贷款和经营贷款。	可吸收存款的商业银行类金融机构对居民的债权。
非金融企业部门	企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台债务。	非金融企业国内银行债务、国外银行债务、国内非银行金融机构债务，包含地方政府融资平台债务。
数据起源	1993 年	2006 年

资料来源：BIS，NIFD，光大证券研究所

同时，无论是 CNBS 口径，还是 BIS 口径的宏观杠杆率均是以季度为发布频率。即便是发布较为及时的 CNBS 口径的宏观杠杆率，也要在季末 2 个月之后更新。若要借助宏观杠杆率寻觅货币政策的前瞻线索，数据的时效性难以满足金融市场的跟踪需求。

1.2 宏观杠杆率月度跟踪指标的构建

鉴于现存宏观杠杆率指标时效性不足的遗憾，我们以社科院版本的统计口径为基础，尝试通过更加高频的数据构建月度测算体系。通过数据口径的分拆比对，我们选取了以下指标作为各部门债务余额及名义 GDP 的估算指标。

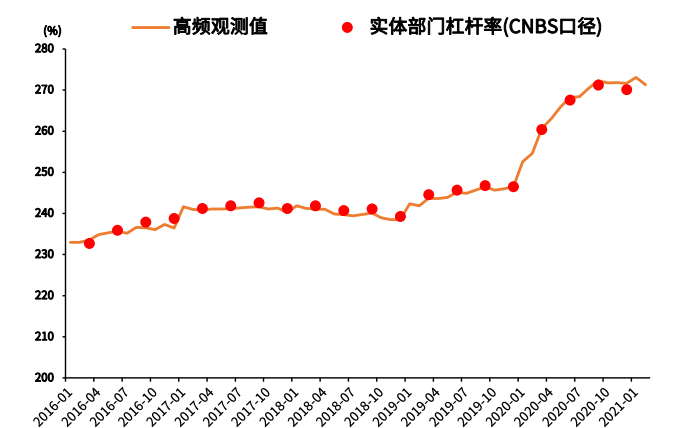
表 2：宏观杠杆率高频观测的估算指标

估算项目	估算所采用的指标
名义 GDP	对于已公布的名义 GDP 则采用公布的实际值，对于尚未公布的名义 GDP 采用以下估算方法 $\text{当季名义 GDP} = \text{去年同期的当季名义 GDP} * (\text{预测平均值:GDP:当季同比} + \text{CPI 与 PPI 拟合的 GDP 平减指数})$ $\text{月度名义 GDP} = \text{当季名义 GDP} / 3$
政府部门	中央政府：中央财政债务余额(季度公布)，季度间的月度数据利用政府债券托管量减去地方政府债券托管量进行调节 地方政府：地方政府债务余额
居民部门	住户贷款
非金融企业部门	非金融企业及机关团体贷款，以及社融中外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券、ABS 融资及贷款核销的余额

资料来源：光大证券研究所

月度高频观测值可以较好地反应宏观杠杆率的变化。我们通过以上月度估算体系对实体经济部门及各部门杠杆率进行了测算，并与中国社会科学院季度公布的测算值进行了比对。可以看到，实体经济部门杠杆率月度测算值与季度真实值的误差均在 2 个百分点以内。其中，政府部门与居民部门杠杆率与真实值的误差基本在 0-0.2 个百分点左右，误差主要来自非金融企业部门杠杆率的测算，大概在 0-2 个百分点左右。

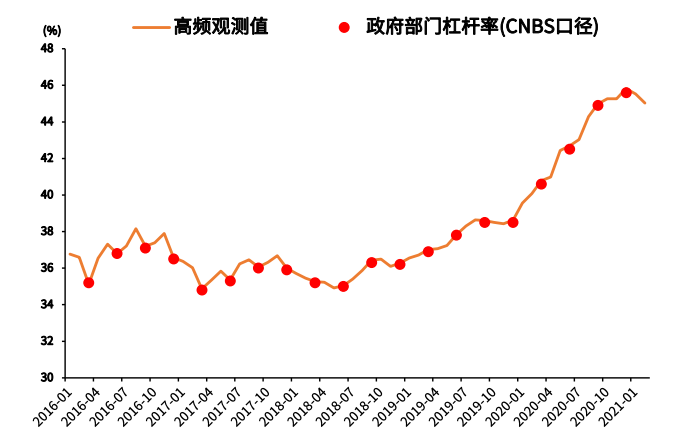
图 3：实体经济部门杠杆率与高频观测值基本一致



资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 2 月

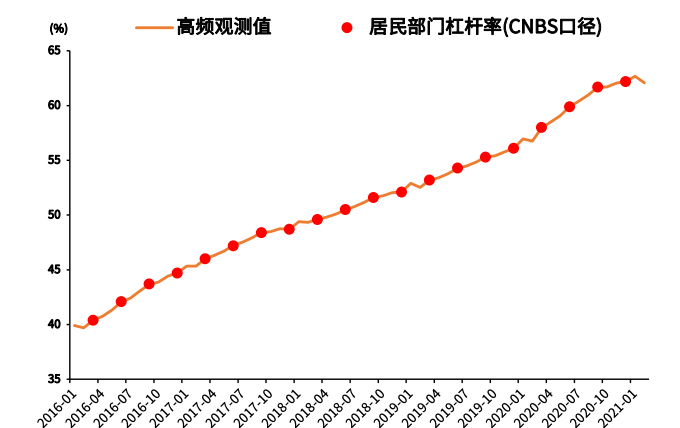
图 4：政府部门杠杆率完全落于高频观测曲线之上



资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 2 月

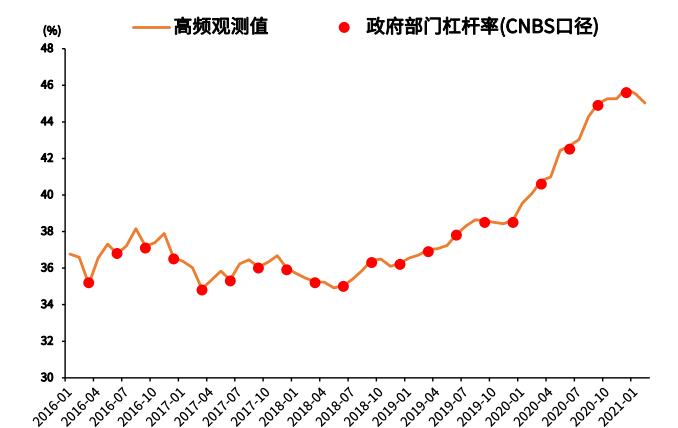
图 5：居民部门杠杆率完全落于高频观测曲线之上



资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 2 月

图 6：非金融企业部门杠杆率与高频观测值基本一致



资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 2 月

二、总量上，稳杠杆需要控制社融增速

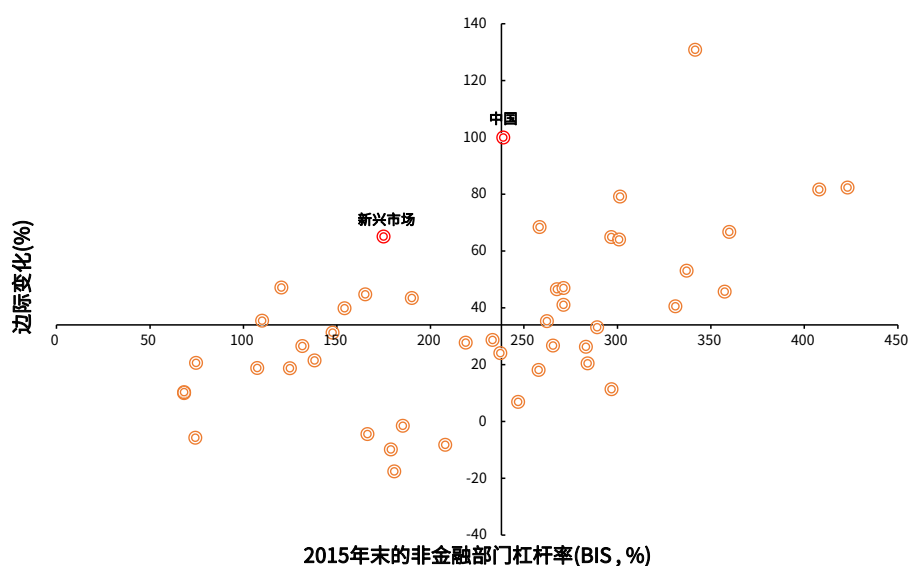
宏观杠杆率的快速增长虽会刺激短期经济增长，但会抑制未来的经济增长。国家金融与发展实验室曾经撰文指出以债务增速反映的新增债务流量会显著刺激经济增长，但这种刺激作用是短期的，即以宏观杠杆率反映的债务累积存量会抑制未来的经济增长。宏观杠杆率是衡量风险的综合性指标，高杠杆率是金融脆弱性

的总根源。保持宏观杠杆率的基本稳定，是实现稳增长与防风险动态平衡的根本要求，也是实施跨周期调节的关键环节。

2.1 杠杆率稳中有降一直都是货币政策的重要目标

2008 年国际金融危机爆发后，我国宏观杠杆率(BIS 口径的非金融部门杠杆率)从 2008 年底的 139% 攀升 100 个百分点至 2015 年的 239%，进入了快速加杠杆阶段。在金融危机的冲击之下，加杠杆使我国经济率先复苏，但同时也带来了产能过剩、僵尸企业、融资平台债务积累及影子银行扩张等一系列问题。换言之，快速加杠杆短期效应显著，但动态来看，所积累的风险直至今日仍未完全化解。

图 7：国际金融危机爆发后各经济体杠杆率的变化（2008 年 Q4 至 2015 年 Q4）



资料来源：BIS，光大证券研究所

在此背景下，2015 年 12 月中央经济工作会议提出降杠杆，开启了我国强制性去杠杆的进程。从我们梳理的政策当局的政策表态中可以看到，自此之后的中央层面每年的政策定调均会提及降低或者稳定宏观杠杆率。

表 3：政策当局涉及宏观杠杆率的表述

日期	事件	表述
2021-04-01	国务院新闻发布会 央行孙国峰	货币供应量和社会融资规模增速与债务增速走势一致，货币政策实现中间目标，就能够达到广义货币（M2）和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，就能保持宏观杠杆率的基本稳定。
2021-03-28	中国人民银行 调查统计司司长 盛松成	目前几乎没有理由收紧货币政策，从任何角度都分析不出要收紧货币政策，包括经济、小微企业、物价、汇率、利率。如果再收紧货币政策，利率会提得更高，大量资金会流入，汇率会更高，全世界大水漫灌，难道我们还要收紧？去杠杆可以有两种去法，一是把分母做大，二是把分子做小，分子就是负债，分母就是 GDP。最好的办法不是去分子，而是增加分母。如果分母扩大了，杠杆也就稳定了。如果你倒过来去分子，也就是说收紧，那么杠杆也会下来，但是分母一起下来，因为企业没有资金了，GDP 一起下来。
2021-03-24	货币政策委员会 2021 年第一季度例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

2021-03-24	中国人民银行 工作论文	我国经济增速下降的主要原因，是潜在产出增长的周期性下降，而非短期趋势的影响。通过传统大规模的财政和货币刺激政策将实际 GDP 增速长期维持在潜在产出增速之上是无法实现的，不仅如此，还容易造成通货膨胀和宏观杠杆率的过快上升，进而增加经济系统性风险。新冠疫情发生以来，我国央行加大货币政策对实体经济流动性支持，应继续优化完善“双支柱”调控框架，确保货币政策对实体经济支持力度和潜在产出增速大体匹配。
2021-03-15	“十四五”规划和 2035 年 远景目标纲要	完善宏观审慎管理体系，保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降。防范化解影子银行风险，有序处置高风险金融机构，稳妥化解地方政府隐性债务，严惩逃废债行为。
2021-03-15	国务院常务会议 李克强总理	保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。
2021-03-05	政府工作报告	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。
2020-12-18	中央经济工作会议	保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。
2020-11-26	2020 年第三季度 货币政策执行报告	处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。
2020-10-21	中国人民银行 易纲行长	在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。
2020-08-06	2020 年第二季度 货币政策执行报告	上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平。
2020-05-22	政府工作报告	引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。
2019-12-22	中央经济工作会议	要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。
2019-03-05	政府工作报告	宏观杠杆率基本稳定，金融财政风险有效防控。
2018-05-11	2018 年第一季度 货币政策执行报告	抓紧补齐监管制度短板，有效控制宏观杠杆率和重点领域风险，积极化解影子银行风险，稳妥处置各类金融机构风险，全面清理整顿金融秩序，守住不发生系统性风险的底线，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战。
2018-04-02	2018 年中央财经委员会 第一次会议	要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。
2018-03-05	政府工作报告	积极稳妥去杠杆，控制债务规模，增加股权融资，工业企业资产负债率连续下降，宏观杠杆率涨幅明显收窄、总体趋于稳定。宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控。
2017-08-11	2017 年第二季度 货币政策执行报告	坚持积极稳妥去杠杆的总方针不动摇，在控制总杠杆率的前提下，把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作，稳步推进市场化法治化债转股。积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资。
2017-05-12	2017 年第一季度 货币政策执行报告	维护流动性基本稳定，既为信贷合理增长提供必要的流动性支持，又防范信贷过快扩张和杠杆率进一步攀升，把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡，为稳增长、调结构、去杠杆、抑泡沫和防风险提供相对平稳的流动性环境。综合运用多种手段，积极稳妥去杠杆，在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重，支持市场化法治化债转股。规范地方政府举债行为。
2017-03-05	政府工作报告	积极稳妥去杠杆。我国非金融企业杠杆率较高，这与储蓄率高、以信贷为主的融资结构有关。要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。
2016-12-16	中央经济工作会议	去杠杆方面，要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。要支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低企业杠杆率。要规范政府举债行为。
2016-03-16	十三五规划纲要	提高直接融资比重，降低杠杆率。
2015-12-18	中央经济工作会议	抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。

资料来源：中国人民银行，中国政府网，共产党员网，新华网，光大证券研究所

截至目前，我国的“去杠杆”进程大致可以概括为以下三个阶段：

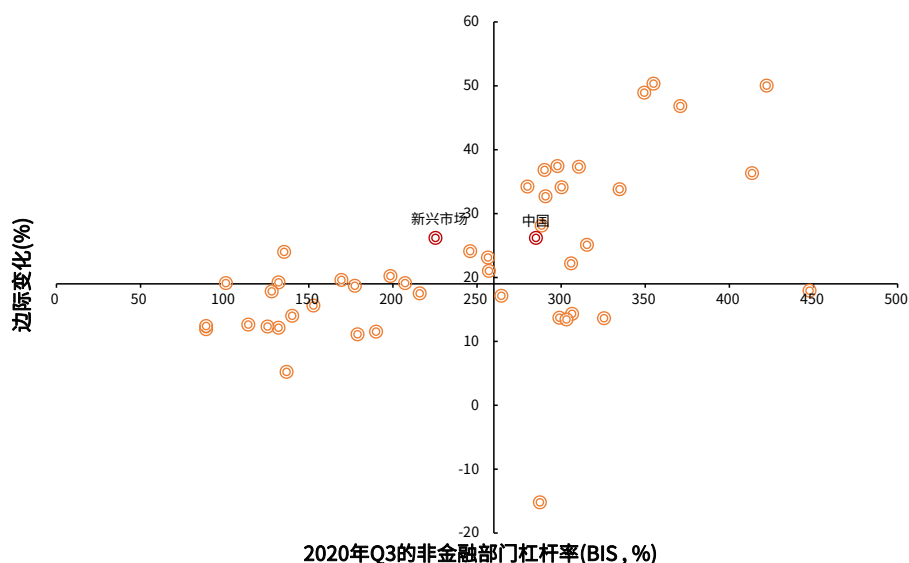
阶段一：2015 年 12 月至 2019 年 12 月，这段时期内保持宏观杠杆率稳定是中央历年的政策基调。在此期间，非金融企业部门杠杆率明显下降，虽然居民部门及政府部门杠杆率仍然保持增长，但整体宏观杠杆率基本保持稳定。

阶段二：2020 年 1 月至 2020 年 10 月，这段时期由于国内及海外先后受到新冠肺炎疫情冲击，我国一季度 GDP 实际增长率快速下探至-6.8%。在这种背景下，政府工作报告首次删除了“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，并要求“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。在此期间，逆周期调控政策

推动非金融企业部门杠杆率迅速飙升回到 2016 年去杠杆之前的水平之上，政府部门杠杆率也有明显上升，整体宏观杠杆率呈现显著上行。

阶段三：2020 年 11 月至今，在此期间，中央经济工作会议、国务院及中国人民银行密集发生，重提“保持宏观杠杆率基本稳定”，“十四五”规划纲要甚至要求“保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降”。虽然疫情期间宏观杠杆率出现了大幅抬升，但这并不说明政策框架放弃了“保持宏观杠杆率基本稳定”的既往政策目标，央行在 2020 年二季度货币政策执行报告也指明“上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平。”

图 8：COVID-19 疫情冲击后各经济体杠杆率的变化（2019 年 Q4 至 2020 年 Q3）



资料来源：BIS，光大证券研究所

总结而言，自 2015 年 12 月中央经济工作会议提出“去杠杆”以来，保持宏观杠杆率基本稳定一直是政策的主基调之一。因受疫情冲击而阶段性有所放松的宏观杠杆率目标，在经济呈现企稳迹象后，政策基调便迅速向保持宏观杠杆率基本稳定回归。甚至从“十四五”规划纲要中可以看出，“保持宏观杠杆率以稳为主”仅仅是政策的基本目标，“稳中有降”才是政策的最终目标。从而，在未来一段时间内，宏观杠杆率大概率将继续成为货币政策操作的一个阈值指标，对广义货币及信贷投放形成约束。

2.2 社融增速回落是稳定宏观杠杆率的必然结果

既然去年四季度经济增速已经回到潜在产出水平之上，被央行阶段性放松的稳定宏观杠杆率的目标，再次成为货币政策的重要约束条件。那怎样才能实现政府工作报告及“十四五”规划中所说的“保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降”？

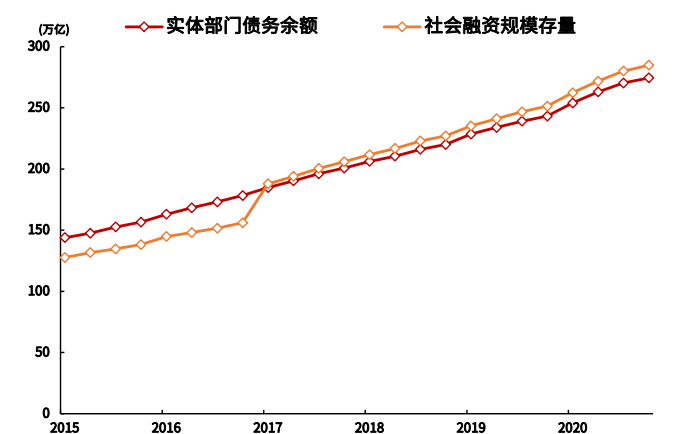
针对这个问题，中国人民银行调查统计司原司长盛松成在接受央广经济之声专访时表示，“去杠杆可以有两种去法，一是把分母做大，二是把分子做小，分子就是负债，分母就是 GDP。最好的办法不是去分子，而是增加分母。如果分母扩

大了，杠杆也就稳定了。如果你倒过来去分子，也就是说收紧，那么杠杆也会下来，但是分母一起下来，因为企业没有资金了，GDP 一起下来。”

实体部门债务存量增速理论上应该小于名义 GDP 的增速。我们认为，讨论是从分子端去杠杆，还是分母端去杠杆是一个容易产生分歧，难以形成准确判断的问题。不妨换个角度来理解这个问题，既然宏观杠杆率要保持以稳为主，稳中有降，那一个确定性的结论就是：分子端的增速一定不能大于分母端的增速。也就是说，今年实体部门债务存量增速理论上应该小于名义 GDP 的增速。

社融存量可作为实体部门债务余额的代理变量。通过构建宏观杠杆率高频观测时用到的近似统计口径，可以注意到，实体部门债务余额与社融存量的差距基本可以体现为，社融存量相较实体部门债务余额多统计了非金融企业境内股票融资，而少统计了政府外债。实际上，通过社融存量与实体部门债务余额绝对值的直接对比，我们可以得出同样的结论。2017 年之前社融存量与实体经济部门债务余额相差较大，主要是由于当时的国债尚未纳入社融的统计口径之中。

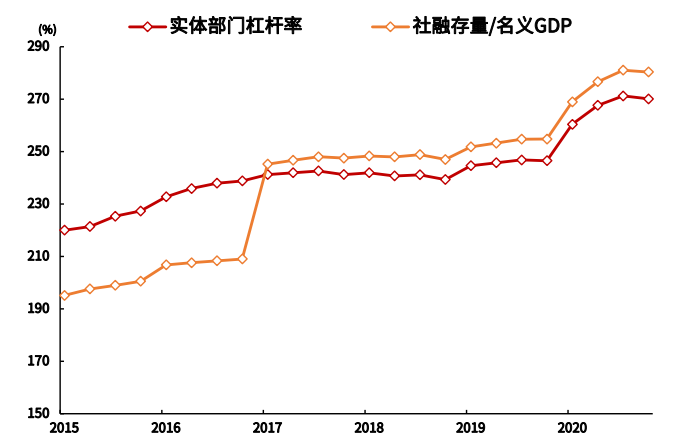
图 9：2017 年后社融存量与实体部门债务余额基本相当



资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 12 月

图 10：2017 年后社融存量计算的杠杆率与 CNBS 变动基本一致

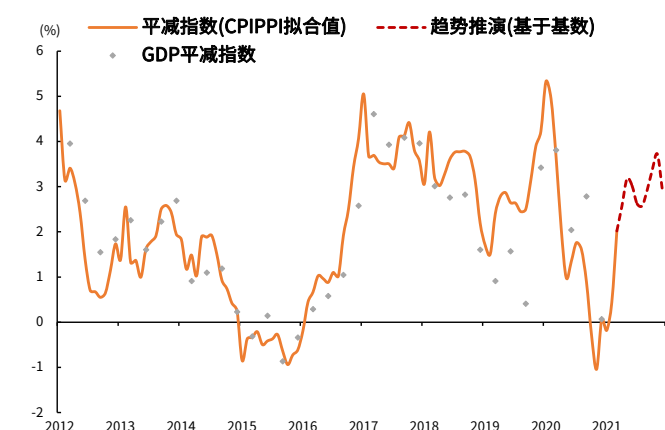


资料来源：NIFD, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 12 月

2021 年社融存量增速理论上应该控制在 11% 以内，才能实现宏观杠杆率的基本稳定。在找到了实体部门债务余额的代理变量之后，另一个问题就是如何估算 2021 年全年的名义 GDP 增速。首先，我们借助基数效应外推 CPI 及 PPI 走势，并以此拟合得到 2021 年的 GDP 平减指数约为 2.63%。另外，由于 2020 年实体经济受到疫情严重冲击，为今年的实际经济增速创造了降低的基数，若按照 8.40%（取自 IMF《世界经济展望》）的实际 GDP 增速估算，今年的名义 GDP 增速约为 11.03%。那么，按照我们之前的逻辑，社融存量增速理论上应该不大于名义 GDP 增速，才能有效控制宏观杠杆率的继续上行，也即，2021 年社融存量增速理论上应该控制在 11% 以内。相较 2020 年 13.3% 的增速，下降约 2.3 个百分点，全年新增社融约 31.3 万亿。

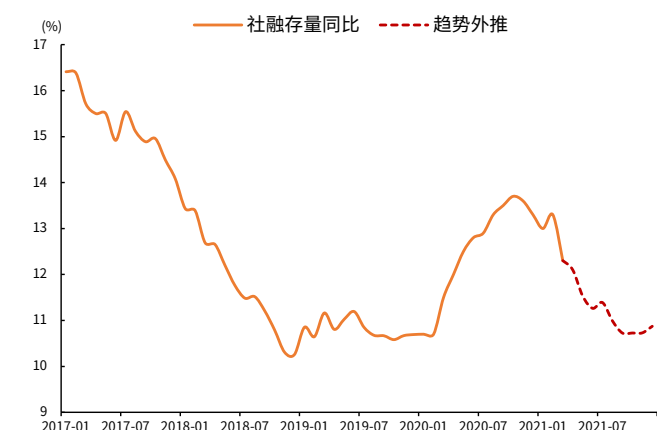
图 11：2021 年的 GDP 平减指数约为 2.63%



资料来源：Wind，光大证券研究所

2021 年 4 月开始的数据为预测值

图 12：2021 年社融存量增速需要控制在 11%以内



资料来源：Wind，光大证券研究所

2021 年 4 月开始的数据为预测值

三、结构上，稳杠杆将优先控制流向政府融资平台及国有企业的融资

通过前面的分析，我们认识到自 2015 年以来，宏观杠杆率稳中有降一直都是货币政策的重要目标。2020 年在逆周期调节发力削弱疫情冲击的背景下，央行才不得不阶段性的放松了稳定杠杆率的目标。但 2020 年宏观杠杆率的显著飙升，使得稳定杠杆率成为了今年货币政策的重要约束条件，并将造成社融增速的趋势性下行。

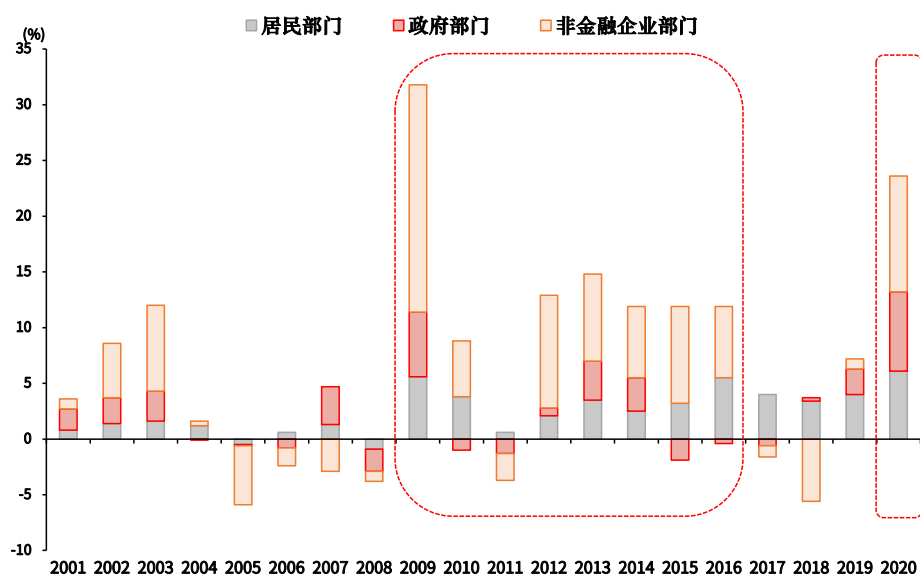
在理清了稳定杠杆率的总量影响之后，我们认为政策当局为了实现对实体经济部门融资总量增速的控制，必然会对不同部门的融资增速做出权衡取舍，而非同等程度的压缩所有实体部门的融资增速。接下来，我们将对此展开探讨。

3.1 杠杆率的回升主要源自非金企业部门及政府部门

2020 年在新冠肺炎疫情的冲击之下，我国实体经济受到显著冲击，一季度 GDP 实际增速由 2019 年 4 季度的 5.8% 跌落 12.6 个百分点至 -6.8%。在此背景下，政策当局阶段性放开了对宏观杠杆率的容忍阈值，在逆周期调节政策的助推下，宏观杠杆率由 2019 年末的 246.5%，大幅攀升 23.6 个百分点至 2020 年末的 270.1%，主要源于非金融企业部门及政府部门，贡献率分别为 44% 及 30%。

分部门来看，非金融企业部门杠杆率显著抬升 12.7 个百分点，为本轮宏观杠杆率上行的主要推动因素。同时，我们注意到与 2008 年全球金融危机之后的那一轮加杠杆相比，两次外生冲击后杠杆率上升最快的部门均是非金融企业部门，不同的是，在本次新冠疫情冲击下，政府杠杆率的抬升速率相对 2008 年金融危机及前期均有了明显的加速。

图 13：本轮加杠杆的部门主要为非金融企业部门与政府部门(CNBS 口径杠杆率)



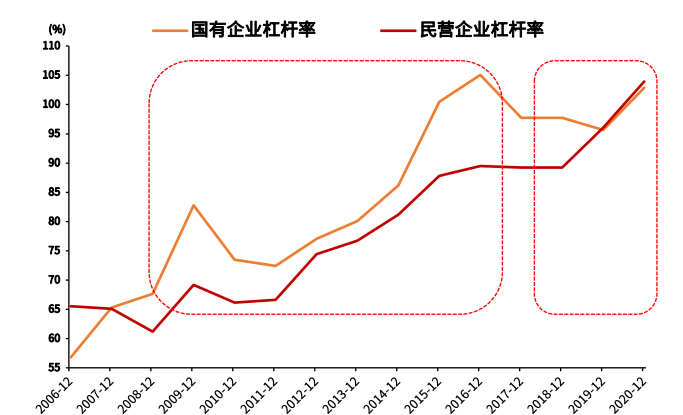
资料来源：NIFD，光大证券研究所

非金融企业部门杠杆率方面，相较国有企业，民营企业杠杆率上行的更为明显。为了更好地观察杠杆率的结构分化，我们选取了 1121 家非金融国有上市企业及 2581 家非金融民营上市企业作为观测样本，来观测不同属性企业的杠杆率变化。在杠杆率的计算上，我们选取上市公司年报中披露的总负债作为杠杆率的分子，选取总营业收入作为杠杆率的分母。

可以看到，2017 年后作为企业部门去杠杆核心的国有企业在本轮杠杆提升的过程中已基本已反弹回前期高点，但作为本轮企业部门加杠杆核心的民营企业杠杆率的上行则更为显著，这一点从资产负债率的角度反应地更为明显。

究其原因来看，我们认为有两点可能的原因：一是，自 2017 年以来民营企业的资产负债率持续提升，反映出民营企业部门正处于加大投资的债务扩张周期；二是，新冠疫情冲击下，资金实力相对薄弱的民营企业更容易通过融资来度过经营性现金流短缺困境。

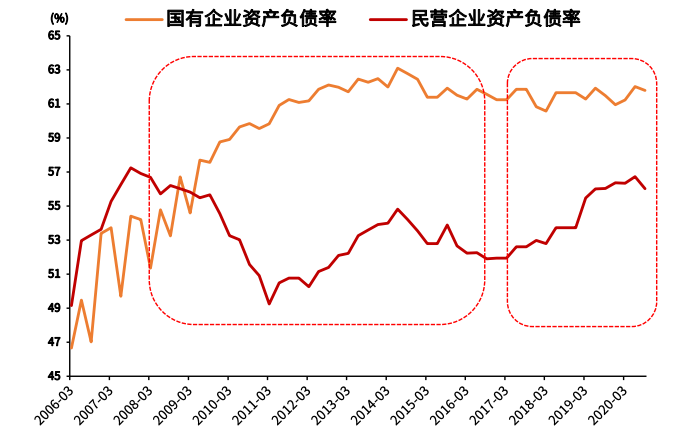
图 14：杠杆率角度来看，本轮加杠杆非金融民营企业幅度更大



资料来源：Wind，光大证券研究所

2020 年数据为根据 2020 年 Q3 季报的预测值

图 15：负债率角度来看，本轮杠杆主要加在非金融民营企业

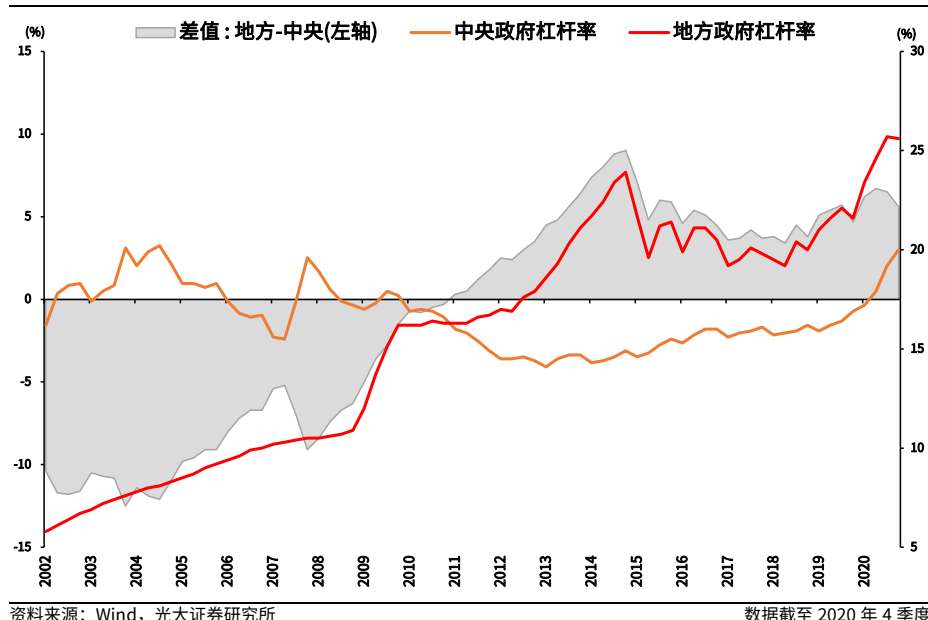


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2020 年 3 季度

政府部门杠杆率方面，中央政府与地方政府的节奏较为一致。可以看到，相对于2008年金融危机后相对克制的政府部门加杠杆，本次政府部门杠杆率有了明显的抬升。可以明显的观察到，2008年金融危机后，地方政府加杠杆的速度明显快于中央政府，但在本轮杠杆率上行的过程中，中央政府与地方政府的节奏较为一致。这或与中央政府有意控制地方政府债务负担，化解地方政府债务风险有关。

图 16：本轮中央和地方政府加杠杆的节奏较为一致



居民部门杠杆率方面，2008年金融危机以来，居民部门杠杆率保持着年均3.7个百分点的涨幅，去年疫情期间涨幅略有上行，但并不明显。央行在其货币政策执行报告专栏中曾经指出，如果居民部门借贷从事经营性活动，实质类似于企业债务，具有自偿性，在观察和比较我国居民杠杆率时，应剔除经营性债务的影响。

仅就居民消费性债务而言，可以注意到有约83%的消费性杠杆集中在中长期消费贷款，而居民中长期消费贷款的主要用途为个人住房按揭，并且也是本轮居民部门杠杆抬升的主要推动力量。

图 17：居民加杠杆主要用于中长期消费

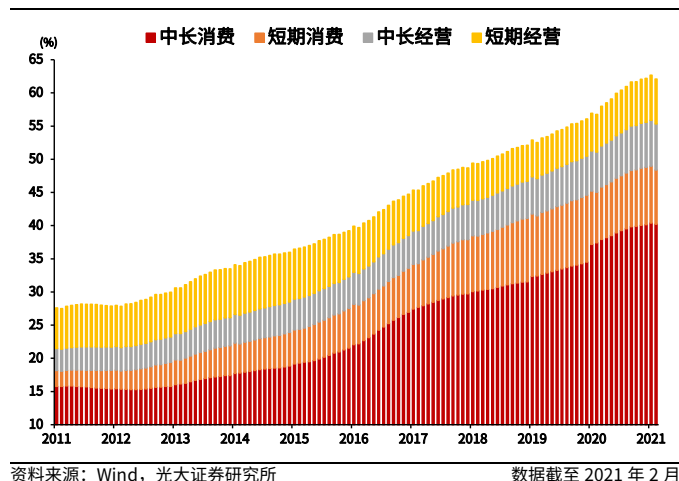
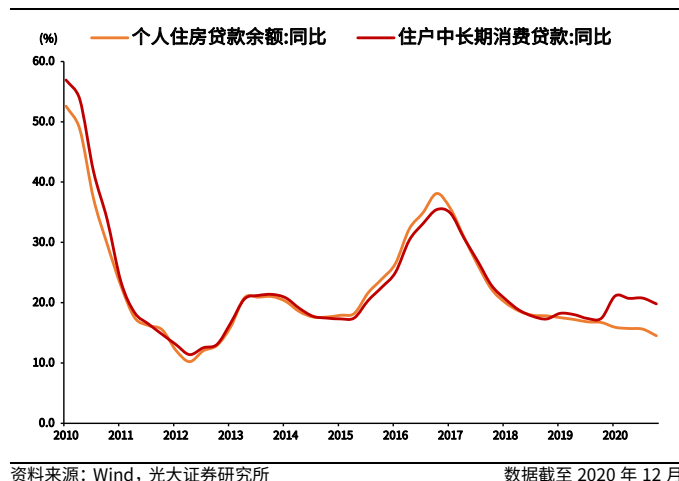


图 18：住户中长期消费贷款主要用途为个人住房按揭



3.2 控制地方政府融资平台及国有企业融资增速是核心

从政策视角来看，政策当局对于各部门杠杆率的关注度可有个不一定精确的排序供参考：地方政府杠杆 > 非金融国有企业杠杆 > 居民部门杠杆 > 中央政府杠杆 > 非金融私营企业杠杆。从政策当局的表述来看，最近两次提及稳定宏观杠杆率，均着重点出要“稳妥化解地方政府隐性债务”，可见地方政府债务在政策决策中的优先级之重。而国有企业去杠杆则是 2017 年至 2019 年去杠杆的核心，本已初见成效，但是在 2020 年疫情冲击之下，去掉的杠杆又都连本带利返还了回来，从而国有企业的杠杆问题也会是政策当局容忍度较低的部分。至于居民部门杠杆率，2021 年以来，央行接连在 2020 年四季度货币政策执行报告专栏以及工作论文的形式对居民部门杠杆率进行了论述，但论述的总基调是，我国的居民部门杠杆率仍处于合理水平、风险可控，但宏观空间已不大。因而，我们判断政策决策对于居民部门杠杆率仍有一定容忍空间。

表 4：政策当局涉及各部门杠杆率的表述

日期	事件	表述
2021-03-15	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要	完善宏观审慎管理体系，保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降。防范化解影子银行风险，有序处置高风险金融机构，稳妥化解地方政府隐性债务，严惩逃废债行为。
2021-03-15	国务院常务会议李克强总理	保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。
2021-02-18	2020 年第四季度货币政策执行报告	我国大约有 20% 的居民债务与经营活动相关，剔除后我国居民杠杆率在国际上处于合理水平。我国居民部门债务风险总体可控，但宏观空间也已不大。考虑到我国居民杠杆率中有相当部分是具有自偿性的经营性债务，加上我国高储蓄率的“厚家底”、个人住房贷款首付比例较高的“缓冲带”，以及居民债务高度分散、集中度较低的特点，我国居民部门债务风险尚在可控范围。
2018-04-02	2018 年中央财经委员会第一次会议	要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。
2017-08-11	2017 年第二季度货币政策执行报告	坚持积极稳妥去杠杆的总方针不动摇，在控制总杠杆率的前提下，把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作，稳步推进市场化法治化债转股。积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资。

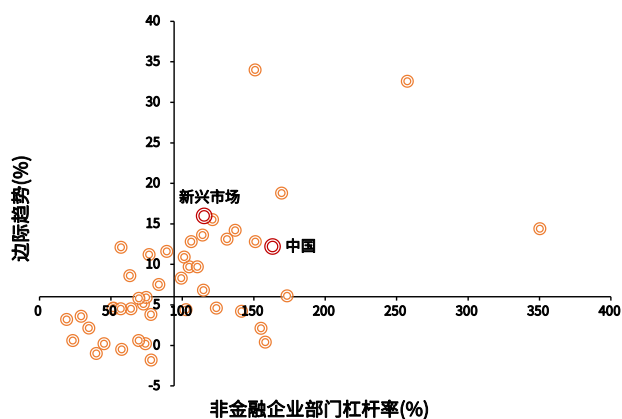
资料来源：中国人民银行，中国政府网，共产党员网，新华网，光大证券研究所

从国际比较视角来看，各部门杠杆问题的严重程度可有个不一定精确的排序供参考：非金融国有企业杠杆 > 地方政府杠杆 > 居民部门杠杆 > 非金融私营企业杠杆 > 中央政府杠杆。从各部门杠杆率及边际趋势的国际对比来看，当前我国最值得关注的部门在非金融企业部门，而通过前面的分析，可以看到在非金融企业中杠杆问题较为严重的实际上是非金融国有企业。

另外，虽然政府部门的整体杠杆情况在国际处于中位数附近，但是从政府杠杆结构上来看，2011 年后地方政府加杠杆的进程明显快于中央政府，当前地方政府杠杆率(按照我们在 3.1 的测算口径)的绝对水平高于中央政府 10-15 个百分点左右，这也是近几年决策层频繁发生要求妥善处理地方政府债务的根源。

至于居民部门杠杆，可以看到，无论是否按照人民银行的建议剔除经营性债务，居民部门杠杆率的绝对水平均处于中位数偏低位置，但是边际增速均处于较高水平。

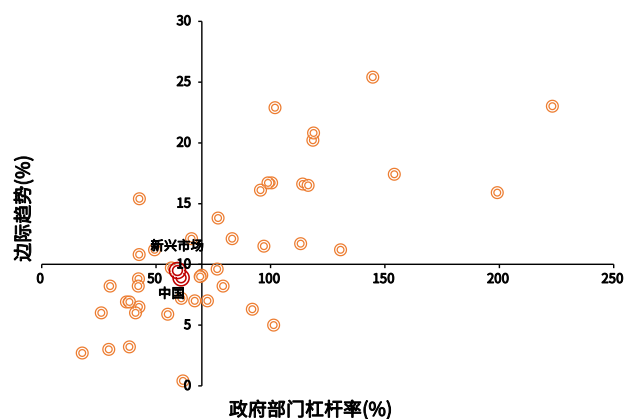
图 19: 我国非金企业杠杆率绝对水平及边际趋势均处于较高水平



资料来源: BIS, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 3 季度

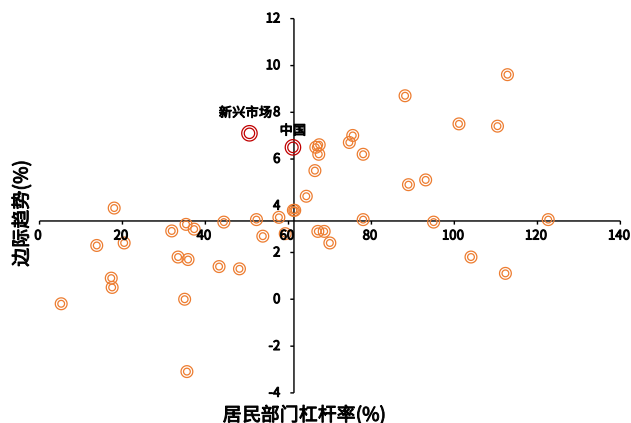
图 20: 我国政府杠杆率绝对水平及边际趋势均处于中位数附近



资料来源: BIS, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 3 季度

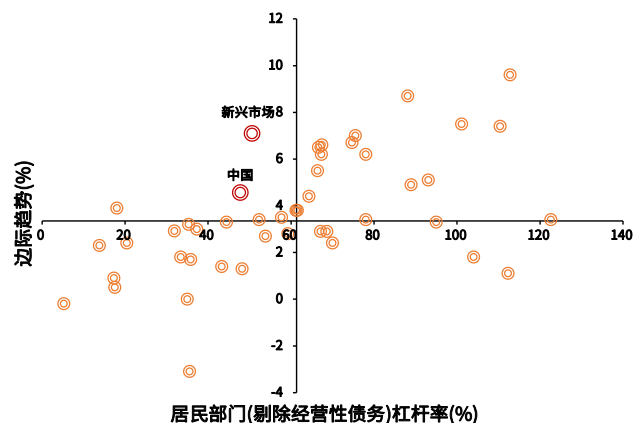
图 21: 我国居民杠杆率边际增速处于较高水平



资料来源: BIS, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 3 季度

图 22: 剔除经营性债务后居民杠杆率边际增速仍略高于国际水平



资料来源: BIS, Wind, 光大证券研究所

数据截至 2020 年 3 季度

总而言之，无论是从政策当局关注程度的角度，还是从国际比较的角度，地方政府及非金融国有企业杠杆率的问题均处于首要位置。因而，我们认为为了能够实现“十四五”规划中所提及的“保持宏观杠杆率以稳为主、稳中有降”，控制地方政府(特别是地方政府融资平台)及非金融国有企业债务增速将会成为本轮控制杠杆率上行的核心环节。