

## 证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

邮箱: lu\_xy@tebon.com.cn

## 联系人

## 相关研究

## 去杠杆下，消费最优

## ——美国去杠杆带来的启示

## 摘要:

- 本文旨在通过对中国宏观杠杆率情况的描述，以及对美国 2007 年债务危机案例的分析，进而挖掘去杠杆时期下 A 股行业投资机会。
- **中国的债务增长由适度举债到过度举债。**08 年金融危机之前，中国债务增速虽高，但与 GDP 名义增速相匹配，08 年后政府为刺激内需释放四万亿流动性，这一措施虽促使中国经济增速短期回升，但自此进入过度举债模式。此后，非金融企业部门、居民部门和政府部门竞相加杠杆。
- **中国杠杆率总体可控，结构性去杠杆仍需持续发力。**总体来说，中国非金融部门杠杆率在世界主要经济体中不算高，风险较为可控。但从结构上来说，中国非金融企业部门杠杆率在大型经济体中高居第一，08 年后的杠杆率增速与发达国家在当年迅猛发展的时间段内相比也毫不逊色。尽管自 15 年以来，去杠杆政策起到了积极的成效，且非金融企业部门的杠杆率得到了有效的控制，但仍需重点防范杠杆率重新抬头的风险。中国居民部门杠杆率总量与世界各国相比虽不算高，但无论从杠杆率增速、处于相同发展阶段时的美日韩居民杠杆率还是偿债能力角度来看，中国居民部门负债都较重，控制居民杠杆率刻不容缓。以 BIS 口径统计的中国政府部门杠杆率在世界各国中不算高，但以社科院口径统计，包括了地方政府隐性债务后的政府部门杠杆率达到了 92.2% 的高水平，仍需继续推动地方政府隐性债务显性化。
- **2007 年债务危机爆发后，美国政府迅速采取措施，去杠杆效果显著。**危机爆发前，美国各部门杠杆率均出现明显的上升，其中居民部门上升幅度最高，2001 年至 2007 年大幅提高了 24.3 个百分点。危机爆发后，美国居民部门改变一直以来举债消费的习惯实行被动去杠杆，政府部门迅速出手救助重要金融机构，并通过加杠杆来实施大规模的经济刺激计划以提振总需求。由于政府迅速采取有效措施，去杠杆成效显著，失业率自危机以来的高点一路下降，经济增速在 2011 年第二季度恢复至危机前水平，标普 500 指数也持续反弹。
- **借鉴美国的经验，中国需因地制宜地实施结构性去杠杆。**与美国危机爆发前的居民杠杆率增速相比，中国紧追不舍，危机爆发似乎就在眼前。不过，中国一直以来坚守不发生系统性金融危机的底线，危机很难全面爆发。因此，中国不适用美国这种通过市场快速出清的方式，而适合先稳后降的方式进行结构性去杠杆。从美国政府应对债务危机的举措中得到的启示包括：保持经济增速基本平稳，加快推进供给侧改革，非金融企业部门持续去杠杆；建立健全的系统性风险防范应对框架，同时严控违规房贷增长，限制居民部门杠杆率过快增长；地方政府通过显性债务置换隐性债务，适度提高中央政府杠杆率。
- **美国去杠杆时期消费类股票表现优异，对中国二级市场投资借鉴意义明显。**得益于美国消费总额的稳步提升以及消费对经济的拉动作用，过去三十年间，核心消费品与非核心消费品年均涨幅排名位列十一个行业中的第三和第四。同时，观察美国金融危机后去杠杆时期股市的表现，非核心消费品及核心消费品涨幅分列第一和第三位，取得大幅超额收益。这对中国二级市场投资有很强的借鉴意义。随着中国经济转型的不断深入，以及结构性去杠杆政策的持续实施，投资增速的下降将是长期趋势，而消费对经济拉动的作用将不断提升。同时，减税降负政策将持续刺激私人部门消费能力的释放，消费行业有望成为最优配置。
- **风险提示：**经济超预期下行

## 目 录

1. 中国宏观杠杆率情况 .....	4
1.1 债务发展由适度到过度 .....	4
1.2 三大部门债务情况 .....	6
1.2.1 总体杠杆率可控 .....	6
1.2.2 企业部门杠杆率较高 .....	7
1.2.3 居民部门杠杆率增速过快 .....	8
1.2.4 地方政府隐性债务较高 .....	12
1.3 结构性去杠杆需持续推进 .....	13
2. 美国 2007 年债务危机案例 .....	13
2.1 信贷猛增，房价飙升 .....	13
2.2 政府迅速采取措施，推动去杠杆进程 .....	14
2.3 去杠杆效果显著，经济增速重回正轨 .....	15
2.4 对中国的启示 .....	16
3. 去杠杆时期 A 股行业投资机会 .....	16
3.1 消费类股票表现优异 .....	17

## 图表目录

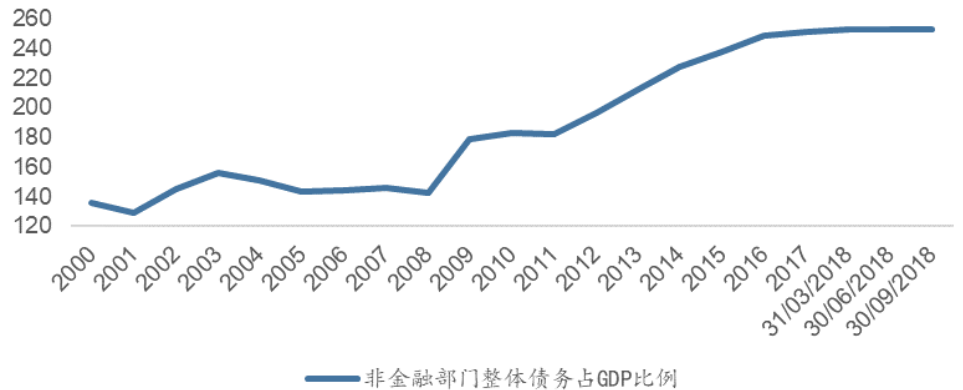
图 1 中国非金融部门整体债务占 GDP 比例 (%)	4
图 2 非金融企业部门新增贷款 (亿元)	4
图 3 制造业投资增速累计同比与实际 GDP 增速当季同比 (%)	4
图 4 信托贷款同比增速 (%) 与社融规模 (亿元)	5
图 5 基建投资增速累计同比与实际 GDP 增速当季同比 (%)	5
图 6 商品房销售面积 (万平方米) 与商品房销售额 (亿元)	6
图 7 居民部门负债 (十亿元)	6
图 8 非金融部门总负债 (万亿元) 与负债占 GDP 比重 (%)	7
图 9 44 个国家和地区非金融企业杠杆率 (%)	7
图 10 中国非金融企业部门杠杆率 (%)	7
图 11 中美英日私有非金融部门债务占 GDP 比重 (%)	8
图 12 44 个国家和地区居民部门杠杆率 (%)	9
图 13 中美日韩居民部门杠杆率 (%)	9
图 14 中美日韩 GDP 不变价同比增速 (%)	9
图 15 各国自 2006 年以来居民部门杠杆率增量 (%)	10
图 16 2017 年各国居民部门负债与可支配收入比值 (%)	11
图 17 各国居民部门负债与最终消费的比值 (%)	11
图 18 居民贷款短贷与中长贷占比 (%)	11
图 19 42 个国家和地区政府部门杠杆率 (%)	12
图 20 政府部门杠杆率结构 (%)	12
图 21 美国各部门杠杆率 (%)	13
图 22 美国联邦政府国债负债额 (百万美元)	15
图 23 美国失业率: 季调 (%)	15
图 24 标普 500 指数: 月 (点)	15
图 25 美国 GDP: 同比 (%)	15
图 26 美国各部门杠杆率 (%)	17
图 27 标普 500 各行业去杠杆期间表现 (%)	17
表 1 标普 500 各行业去杠杆期间涨跌幅	17

## 1. 中国宏观杠杆率情况

### 1.1 债务发展由适度到过度

回顾中国的债务发展历史，就是由适度举债到过度举债的过程。08年金融危机以前，中国债务发展的速度虽然高达17%，但并没有超过18%的GDP名义增速；而08年之后，政府为刺激内需抵抗金融危机释放了四万亿流动性，这一措施促使中国经济回升，但进入过量举债模式。自此债务增速要远远超出名义GDP的增速，其中名义GDP增速仅为10%，但债务增速却接近20%。而非金融部门负债占GDP的比例这一角度来说，08年以前这一比例保持在130%-150%这个合理区间内，08年以后这一比例就飞速上升，从142.4%上升至2017年的251.4%（BIS口径）。

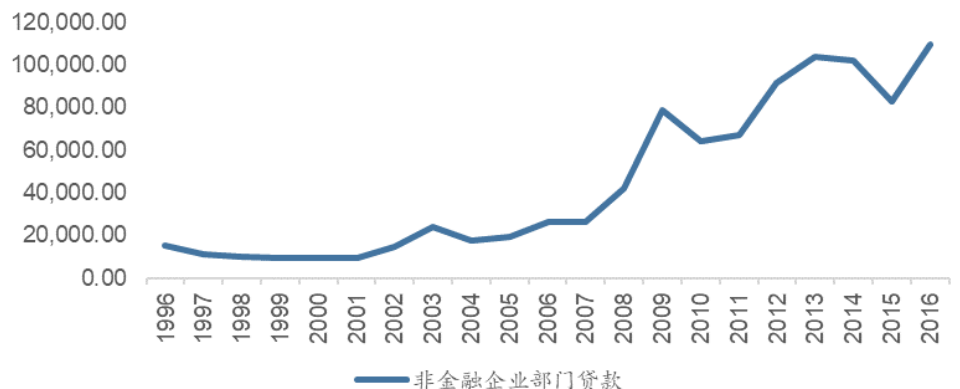
图1 中国非金融部门整体债务占GDP比例（%）



资料来源：德邦研究，BIS

2008年至2017年9年时间里中国宏观杠杆率飙升，主要原因则是非金融企业部门、居民部门和政府部门的竞相加杠杆。因此，中国在对应的时间内出现了3次明显的债务小周期。企业部门债务在2009-2010年扩张明显，08年之前中国非金融企业部门平均每年新增总贷款仅为2万亿，09年飞升至近8万亿，12年之后上升超过10万亿。同时，制造业投资增速出现回升，同比增速重回30%左右，支撑了GDP同比增速在09、10年短期回升。不过11年之后产能过剩导致制造业投资增速持续下滑，经济也因此下滑。

图2 非金融企业部门新增贷款（亿元）



资料来源：德邦研究，WIND

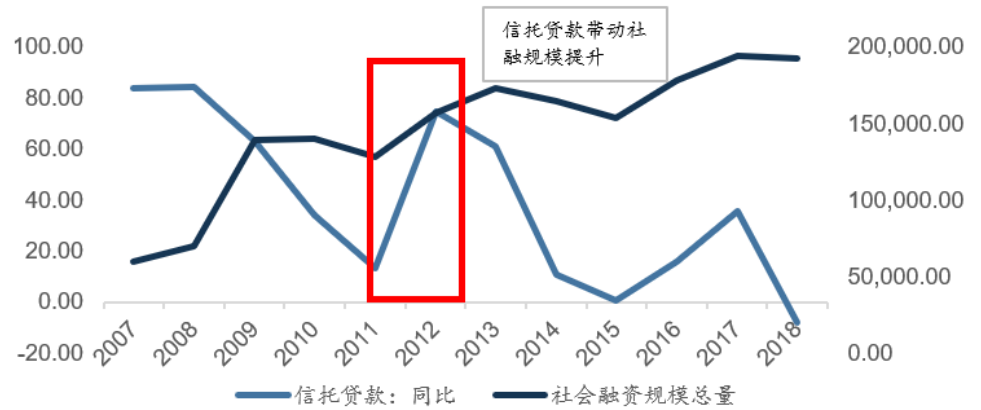
图3 制造业投资增速累计同比与实际GDP增速当季同比（%）



资料来源：德邦研究，WIND

政府部门债务在 2012-2013 年通过非标融资的火爆而迅速。信托贷款增速在此期间大幅攀升，社会融资总量增速也因此反弹。当年的信托贷款主要是银行对政府融资平台表外非标项目融资，而政府通过融资大力发展基建项目，使得基建投资增速飞速增长。12 年初的基建投资同比增长-2.36%，到了 13 年中同比增长 25%，GDP 同比增速保持稳定的状态。不过 13 年下半年由于政府开始整治非标融资乱象，信托贷款存量增速带动社融规模同步下滑，同时经济也呈下行趋势。

图 4 信托贷款同比增速 (%) 与社融规模 (亿元)



资料来源：德邦研究，WIND

图 5 基建投资增速累计同比与实际 GDP 增速当季同比 (%)

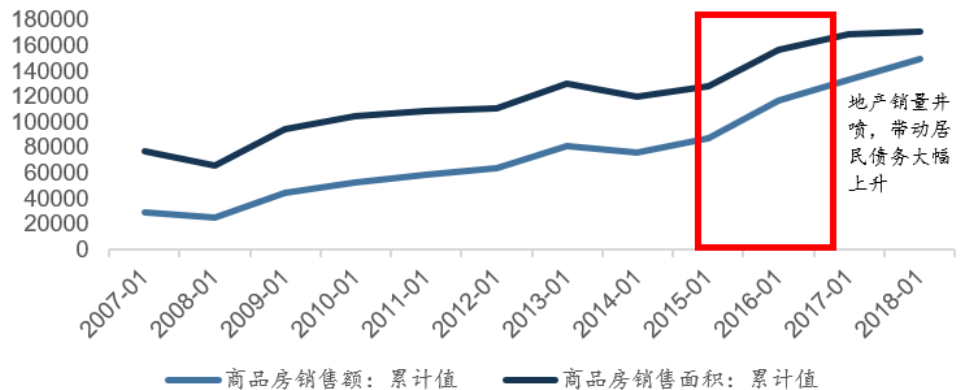


资料来源：德邦研究，WIND

2016-2017 年房地产的火爆推动了居民部门债务的增长。2015 年居民部门年度新增负债 3.8 万亿，2016 年上升到 6.2 万亿，到 2017 年上升到 7 万亿。而与此同时 16、17 年中国地产销量连续两年飞速增长，17 年的地产销售面积为 16.94 亿平米，地产销

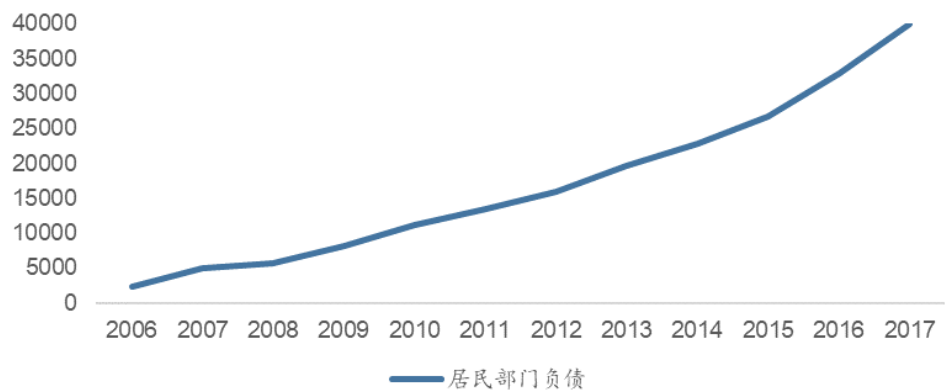
售总额达到 13.37 万亿，比 15 年大幅多增了 4.64 万亿。从固定投资三大分项来看，16 年以来地产投资增速由负转正，基建投资增速稳中有降，制造业投资持续下行。因此，地产投资在本轮经济企稳中起到了重要作用。

图 6 商品房销售面积（万平方米）与商品房销售额（亿元）



资料来源：德邦研究，WIND

图 7 居民部门负债（十亿元）



资料来源：德邦研究，BIS

金融危机以来三大部门加杠杆的行为在短期内都对经济的企稳或回升起到关键性作用，不过也令中国进入了过度举债的模式。高企的杠杆率虽能带来眼前的繁荣，但这种情况不会一直持续下去。当债务过剩导致人们获得的收入增速小于债务增速时，繁荣的假象就会破灭。而供给侧改革政策的出台也是为了缓解债务增速过快、产能过剩等问题。自 15 年提出去杠杆目标以来，中国总体宏观杠杆率增速得到了控制，从 16 年的 248.6% 至 18 年的 254%，小幅增长了 5.4%，总杠杆率趋于稳定，结构性去杠杆持续进行中。那么在总体杠杆率增速变化不大逐步企稳的趋势下，对宏观杠杆率结构性变化的关注有助于更好的把握去杠杆政策。

## 1.2 三大部门债务情况

### 1.2.1 总体杠杆率可控

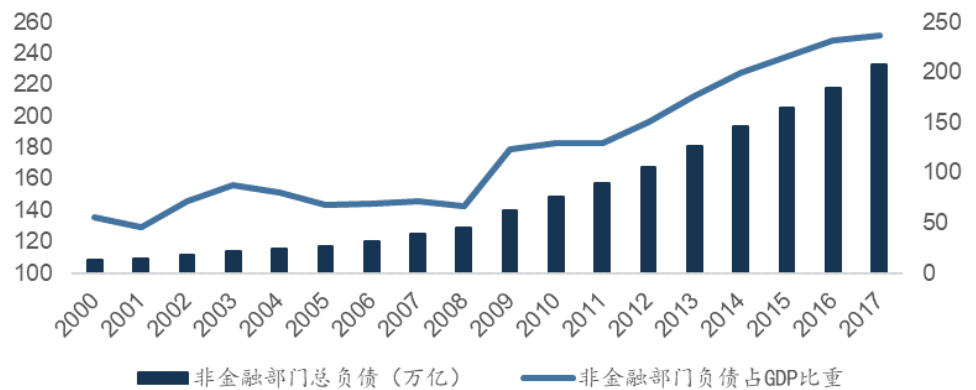
从近期 BIS 公布的国家和地区的总杠杆率来看。2018 年中国总杠杆率为 254%，主要经济体中，美国为 249.8% 略低于中国，日本、法国、英国高于中国，分别为 375.3%、311%、英国 279.3%。

从中国杠杆率结构情况来看。截至 2018 年，中国非金融部门负债 228.3 万亿人民币，与 GDP 的比例为 254%。其中政府 44.8 万亿，家庭 42.3 万亿，非金融企业 136.3 万亿，与 GDP 的比例分别为 49.8%，52.6%，151.6%。

07 年至 17 年十年里，整体负债率从 146% 增长到 251.4%，同比增速自 2002 年以

来几乎都维持在 10% 以上。不过，自 2015 年去杠杆以来，企业负债率增速有所下降，已降到 08 年以来的最低，然而居民负债率增速却不断加快。

图 8 非金融部门总负债（万亿元）与负债占 GDP 比重（%）



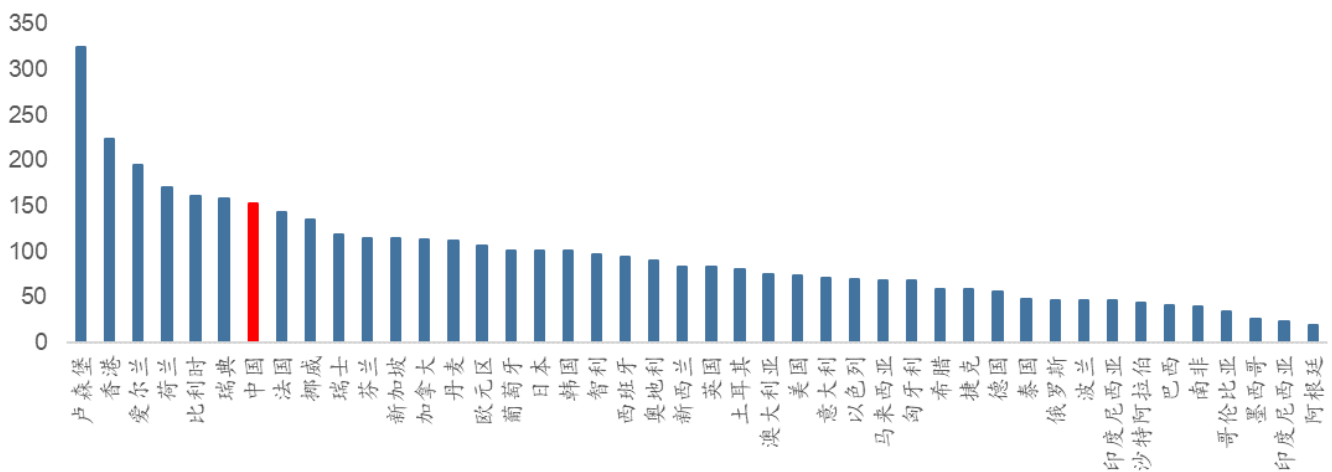
资料来源：德邦研究，BIS

整体来看，中国非金融部门杠杆率在世界主要经济体中不算高，风险或较为可控。但结构上来说，企业部门债务率相对过高，而日本、西班牙、意大利等国总负债中政府负债占据了很大一部分。另外，近年来高企的居民部门杠杆率也值得我们关注。

### 1.2.2 企业部门杠杆率较高

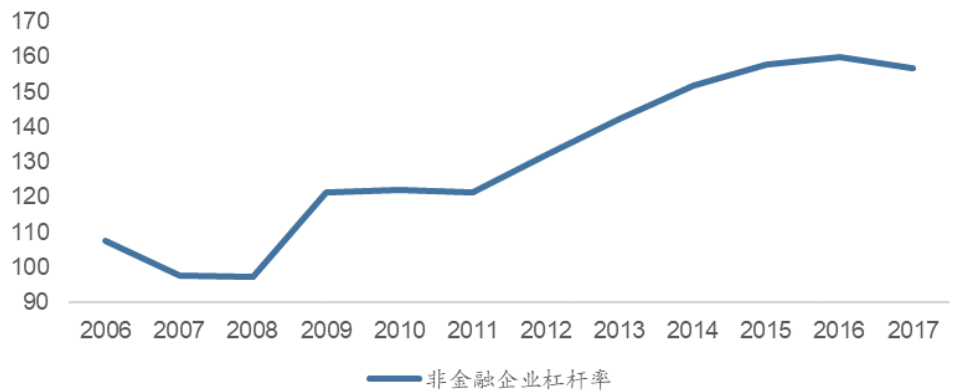
2018 年中国非金融企业杠杆率 151.6%，在 BIS 公布数据的 44 个国家和地区中，位列第 7。在大型经济体中，中国高居第一，除法国略为接近以外，其他都大幅低于中国，美国连中国的一半都不到。从这个角度来说，中国企业负债率确实较高，如果遇到整体经济下行，企业盈利能力变弱，且大批债务发生违约时，后果将会比较严重。

图 9 44 个国家和地区非金融企业杠杆率（%）



资料来源：德邦研究，BIS

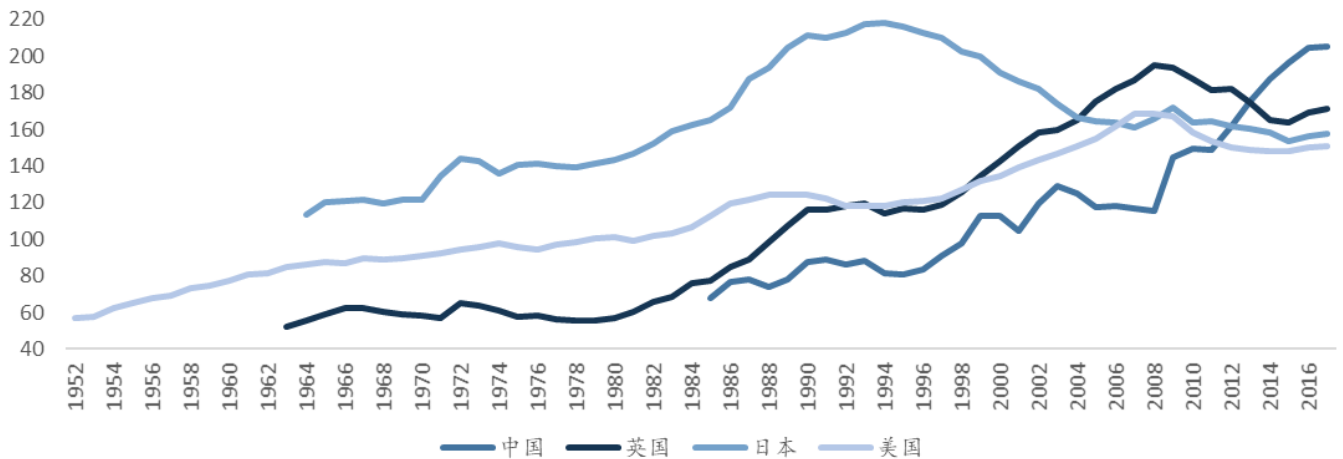
图 10 中国非金融企业部门杠杆率（%）



资料来源：德邦研究，BIS

不过，中国作为一个发展速度较快的新兴经济体，拥有较高的债务增长速度以及债务总量其实也不足为奇。发达国家经济在当年迅猛发展的时间段里，非金融企业杠杆率的增长速度与总体量也是非常惊人的，80年代中的日本以及2000年初的美国就是比较典型的案例。然而，随着信贷增速的不断自我强化，相对增速较慢的收入无法足额偿还增速较快的债务，企业资金链断裂引发倒闭破产，金融机构作为贷款人失去了还款来源也相继倒闭，90年代初的日本陷入经济危机，进入失落的十年。同样，金融危机前的美国信贷也处于爆发式增长。

图 11 中美英日私有非金融部门债务占 GDP 比重 (%)



资料来源：德邦研究，BIS

因此，中国是否会走这些发达国家的老路也一度引发市场的关注。不过每个国家都有其独特的国情，中国高企的非金融企业杠杆率能否持续也较难判断。但是从结构上来

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\\_11753](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11753)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn