

宏观杠杆率飙升，货币政策回归稳健

相关报告

2019年宏观经济报告：《20年周期轮回，激发创新活力势在必行》—20190112

宏观经济专题报告《1-2月（一季度）已探明经济基本面底部》—20190425

⑤ 一季度宏观杠杆率大幅攀升，再创新高

今年一季度，信贷大幅增加，包括居民部门、非金融企业部门和政府部门的实体经济杠杆率由2018年末的243.70%上升至248.83%，上升5.13个百分点，创历史新高。其中，非金融企业部门杠杆率上升至156.88%，比2018年末上升3.33个百分点。

⑤ 表内贷款大增是宏观杠杆率上升的主要原因

宏观杠杆率大幅上升，主要是政策重心偏向于稳增长、实施逆周期宏观调节政策所致。一季度新增人民币贷款5.81万亿元，社融口径的人民币新增贷款6.29万亿元，占新增社融的76.9%，双双创历史同期新高，这是一季度宏观杠杆率上升的主要原因。

⑤ 宏观杠杆率居高不下且易升难降，增长效应减弱

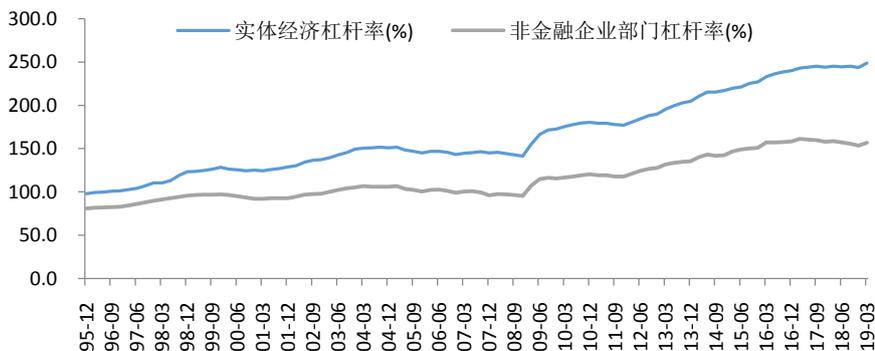
杠杆率居高不下且易升难降，加杠杆的增长效应减弱，涨价效应较强，容易形成滞胀。货币政策需坚持结构性去杠杆的基本方向，把握稳增长与稳杠杆间的微妙平衡。

⑤ 货币政策回归稳健，更多依赖政策配合协调

4月以来，货币政策预调微调，回归稳健中性，更加重视财政政策的作用，重视财政政策、货币政策、就业政策、产业政策和区域政策的协调，信贷和社融增速小幅放缓，宏观杠杆率将小幅回落，流动性不及一季度宽松。

⑤ 中长期看，应从需求管理转向供给管理

中长期看，应从需求管理转向供给管理，减税降费，提高劳动者技能，创造良好的营商环境，激发创新活力，挖掘经济增长新动力。



分析师：郝大明
执业证书号：S1490514010002
电话：010-85556189
邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

目录

一、一季度宏观杠杆率大幅攀升，再创新高.....	4
(一) 一季度宏观杠杆率大幅反弹.....	4
(二) 非金融企业部门杠杆率升幅较大.....	6
二、表内贷款大增是宏观杠杆率上升的主要原因.....	8
(一) 表内贷款大幅增加.....	8
(二) 名义 GDP 增速下滑.....	9
(三) 季节性因素.....	9
三、宏观杠杆率居高不下且易升难降，增长效应减弱.....	10
(一) 涨价效应较大.....	10
(二) 增长效应减弱.....	12
(三) 国企债务增速快，比重高.....	12
四、货币政策回归稳健，更多依赖政策配合协调.....	13
(一) 货币政策基调转变.....	13
(二) 货币政策预调微调.....	13
(三) 财政政策继续加力提效.....	14
五、中长期看，应从需求管理转向供给管理.....	16
(一) 供给管理的发展演变.....	16
(二) 2019 年供给管理的主要举措.....	17

图表目录

图表 1: 一季度实体经济杠杆率创新高	4
图表 2: 一季度 M2/GDP 为历史次低位	5
图表 3: 一季度社融存量/GDP 创历史新高	6
图表 4: 一季度政府部门杠杆率小幅上升	7
图表 5: 一季度金融部门杠杆率继续下降	7
图表 6: 一季度新增信贷与新增社融双双创历史新高	8
图表 7: 一季度名义 GDP 同比增速下滑	9
图表 8: 今年以来 70 个大中城市房价持续上涨	10
图表 9: CPI 持续上涨	11
图表 10: 食品价格持续上涨	11
图表 11: 4 月全国公共财政支出增速继续加快	14
图表 12: 4 月全国公共财政收入增速继续放缓	15

今年一季度，信贷大幅增加，企业杠杆率大幅反弹，实体经济部门杠杆率创历史新高。杠杆率大幅攀升，主要是政策重心偏向于稳增长、实施逆周期宏观调节政策所致。

杠杆率居高不下且易升难降，加杠杆的增长效应减弱，涨价效应较强，容易形成滞胀。4月以来，货币政策预调微调，坚持结构性去杠杆的基本方向，把握稳增长与稳杠杆间的微妙平衡。

我们预测，二三四季度，货币政策将保持稳健中性，更加重视财政政策的作用，重视财政政策、货币政策、就业政策、产业政策和区域政策的协调，坚持结构性去杠杆的大方向，信贷和社融增速将小幅放缓，宏观杠杆率将小幅回落，流动性不及一季度宽松。

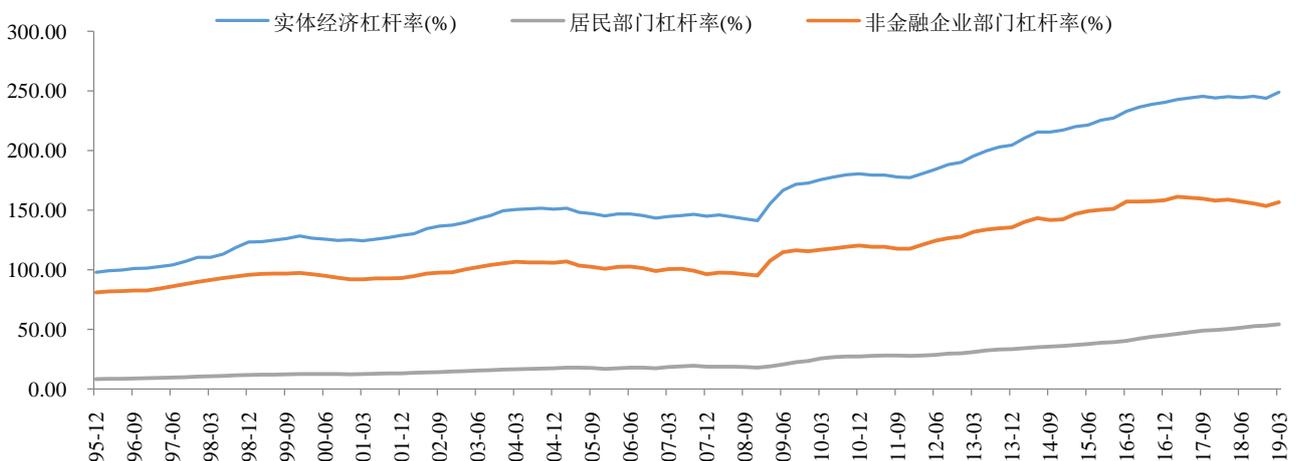
一、一季度宏观杠杆率大幅攀升，再创新高

一季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2018年末的243.70%上升至248.83%（图表1），上升5.13个百分点，创历史新高。其中，非金融企业杠杆率大幅攀升是主要原因。

（一）一季度宏观杠杆率大幅反弹

归功于非金融企业2017—2018年连续2年的去杠杆，2018年实体经济杠杆率自2012年持续加杠杆以来首次出现了下降（图表1），结构性去杠杆效果明显，但2019年一季度各部门杠杆率又出现了较大幅度的反弹。

图表1：一季度实体经济杠杆率创新高



资料来源：国家资产负债表研究中心。

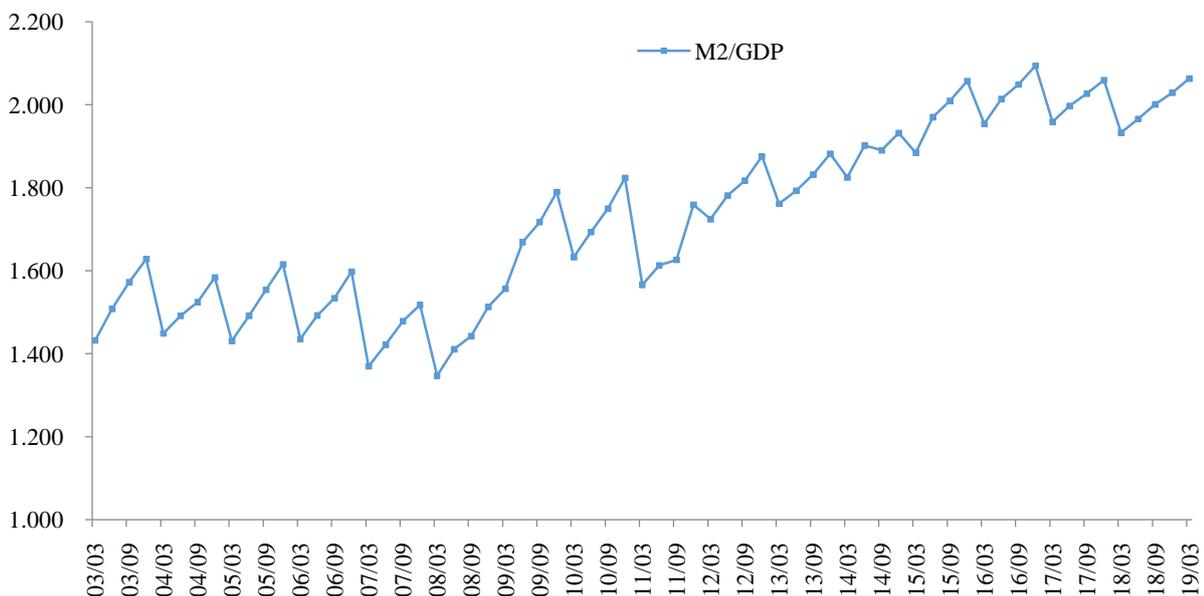
自 1996 年一季度以来，中国宏观杠杆率呈现持续攀升态势，从 1995 年底的 97.85% 上升到今年一季度的 248.83%，93 个季度累计上升 150.98 个百分点，平均每个季度上升 1.62 个百分点。中间也有杠杆率下降的年份，如 2000 年，2005 年，2006 年，2008 年，2011 年，但加杠杆年份显著多于去杠杆年份。

其中，2009 年是宏观杠杆率上升最大的一年，一二三季度分别上升 14.14 个、11.19 个和 5.18 个百分点，全年上升 31.56 个百分点；另外，环比上升幅度较大的季度是，1998 年三季度上升 5.78 个百分点，2013 年一季度上升 5.45 个百分点，2014 年一季度上升 5.80 个百分点，2016 年一季度上升 5.61 个百分点，2019 年一季度上升 5.13 个百分点。从季度环比上升幅度来看，今年一季度宏观杠杆率上升 5.13 个百分点，加杠杆特征明显。

从季度上升百分比幅度看，1998 年三季度到 1999 年二季度，宏观杠杆率的上升幅度均超过 10%；2009 年二季度到 2010 年一季度，分别为 15.3%、20.3%、22.4% 和 13.0%，另外，2012 年到 2017 年三季度，宏观杠杆率连续 23 个季度上升，累计上升 68.1 个百分点，成为加杠杆持续时间最长、累计幅度最大的时期。今年一季度宏观杠杆率比去年同期提高 3.78 个百分点，同比提高 1.5%，明显高于 2018 年 4 个季度，加杠杆特征也比较明显。

同时，M2/GDP 从 2018 年末的 202.90% 上升至 206.31% (图表 2)，上升 3.41 个百分点，仅低于 2016 年四季度的历史高点 (209.45%)，历史次高位。

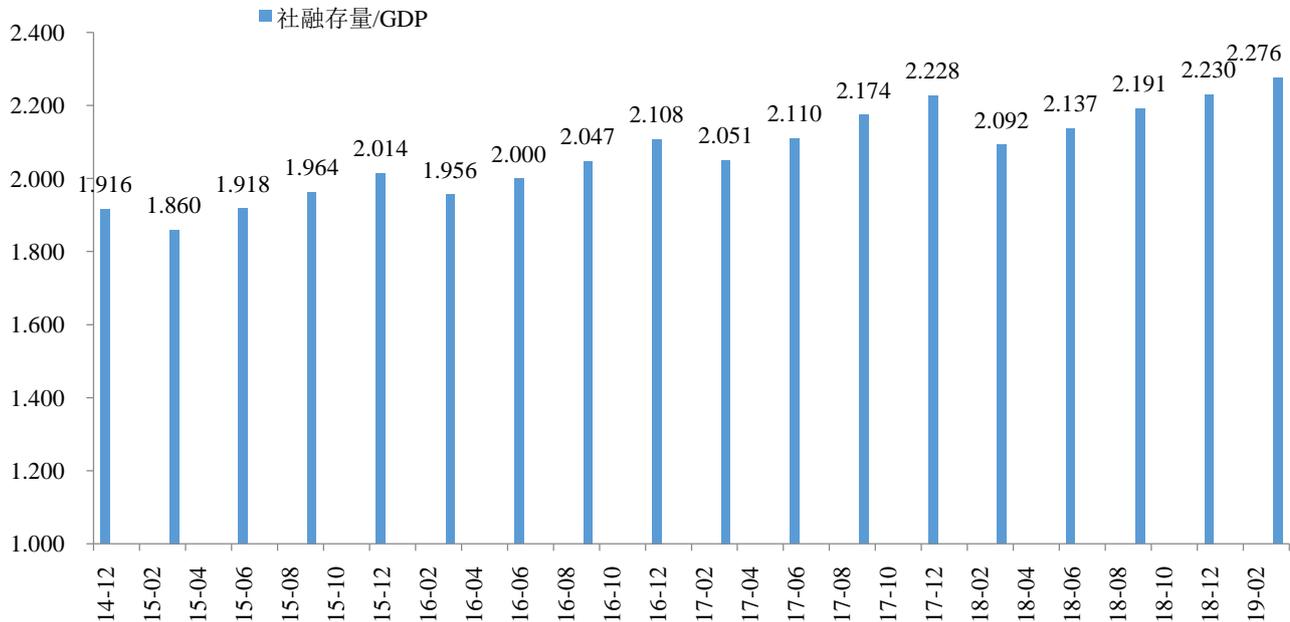
图表 2：一季度 M2/GDP 为历史次低位



资料来源：Wind，华融证券。

社会融资规模存量/GDP 从 2018 年末的 222.98% 上升至 227.57% (图表 3), 上升 4.59 个百分点, 再创新高。

图表 3: 一季度社融存量/GDP 创历史新高



资料来源: Wind, 华融证券。

从 M2/GDP 和社会融资规模存量/GDP 来看, 2019 年一季度宏观杠杆率的反弹幅度较大。

(二) 非金融企业部门杠杆率升幅较大

从结构上来看, 一季度非金融企业的杠杆率反弹最大 (图表 1), 居民部门和地方政府杠杆率的增幅也很明显。具体来说:

非金融企业部门杠杆率从 2018 年末的 153.55% 上升至 156.88% (图表 1), 上升 3.33 个百分点。

政府部门杠杆率由 2018 年末的 36.95% 上升至 37.67% (图表 4), 上升 0.72 个百分点, 其中, 地方政府杠杆率上升 0.98 个百分点, 中央政府杠杆率下降 0.33 个百分点。

居民部门杠杆率由 2018 年末的 53.20% 升至 54.28% (图表 1), 上升 1.08 个百分点。自 2012 年一季度以来, 居民部门杠杆率已连续 29 个季度上升, 累计上升 26.47 个百分点。

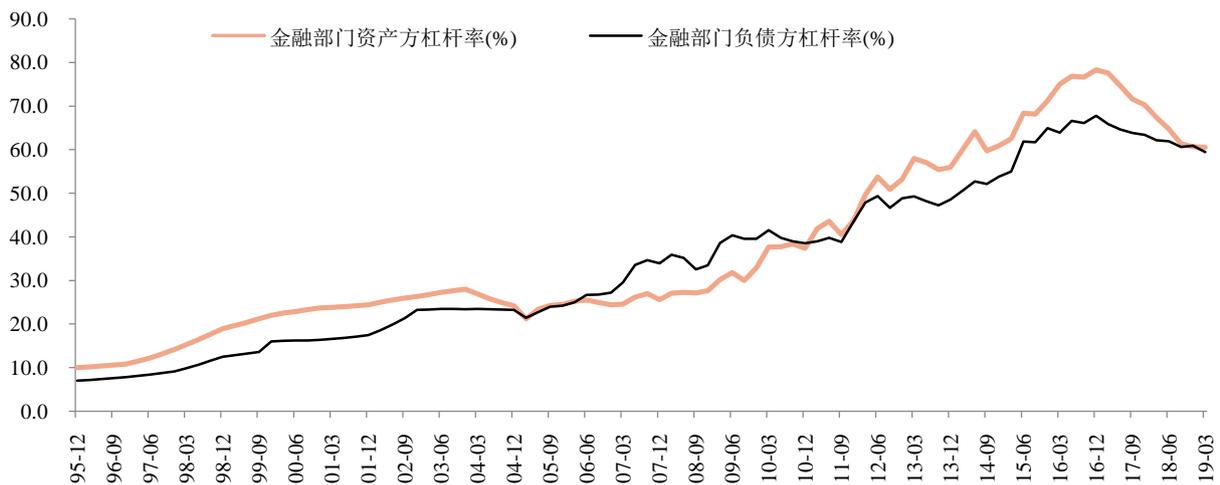
图表 4: 一季度政府部门杠杆率小幅上升



资料来源：国家资产负债表研究中心。

金融部门杠杆率继续回落。金融部门的杠杆率均在继续下降，资产方杠杆率由 2018 年末的 60.64% 下降到 60.54% (图表 5)，负债方杠杆率由 60.94% 下降到 59.42% (图 6)，降幅分别为 0.10 和 1.52 百分点。自 2017 年一季度以来，金融部门的杠杆率已连续 9 个季度下降，但最近 2 个季度下降放缓。

图表 5: 一季度金融部门杠杆率继续下降



资料来源：国家资产负债表研究中心。

综上，一季度宏观杠杆率大幅反弹，主要原因是非金融企业部门杠杆率出现了非常明显的反弹，从 153.6% 升至 156.9%，上升 3.33 个百分点，其次是居民部门的杠杆率继续上升，上升 1.08 个百分点。

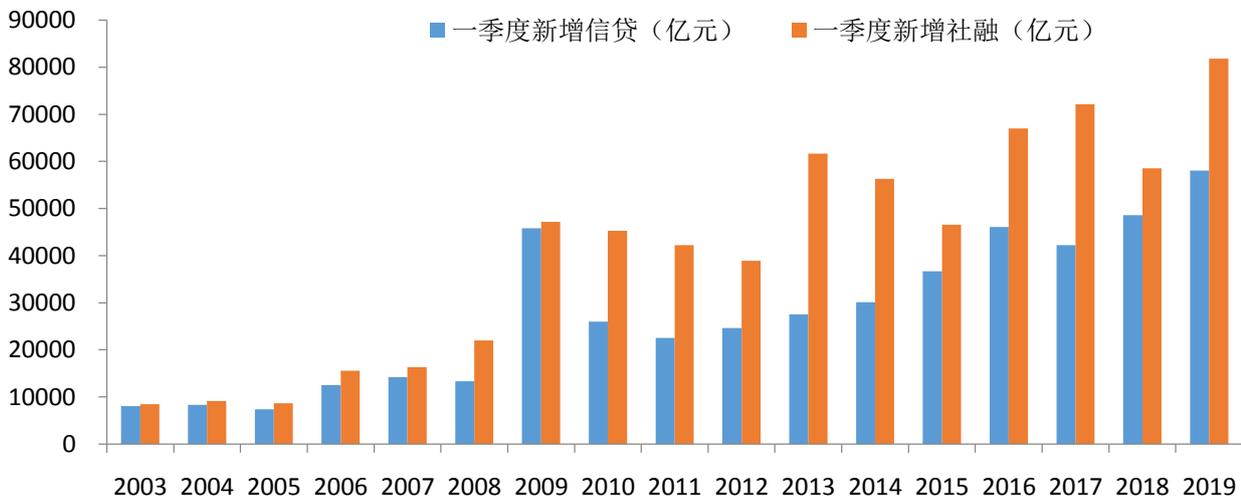
二、表内贷款大增是宏观杠杆率上升的主要原因

一季度宏观杠杆率出现较大幅度的反弹，主要是政策重心偏向于稳增长、逆周期调节所致，季节性的贷款大增和物价低迷是直接原因。

（一）表内贷款大幅增加

从增量看，一季度新增人民币贷款 5.81 万亿元（图表 6），社融口径的人民币新增贷款 6.29 万亿元，占新增社融的 76.9%，双双创历史新高，这是一季度宏观杠杆率上升的主要原因。

图表 6：一季度新增信贷与新增社融双双创历史新高



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_11977



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn