

政府杠杆率从何处降？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 宏观专题 20210315：地产库存有多高？

2 宏观专题 20200308：高通胀会来么？

3 预期目标回归常态，经济注重质量提高——2021年《政府工作报告》解读

投资要点

近期国常会在确定今年《政府工作报告》重点任务分工时，提到“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，那么，当前政府杠杆率处于什么水平？又将会从何处降低？

■ **政府杠杆率有多高？**我国政府部门杠杆率有多高？根据 CNBS 的数据，2020 年底我国政府部门杠杆率 45.6%，创下自 1993 年以来的新高，BIS 数据同样显示 2020 年我国政府部门杠杆率创下新高。此外，我国政府部门杠杆率在去年上升幅度过快，过去一年上升超过 7 个百分点（CNBS 数据），这一速度同样创下 1994 年以来的新高。虽然杠杆率绝对水平创下新高，但我国政府杠杆率仍低于居民和非金融企业部门水平。而放在全球来看，我国政府杠杆率水平仅略高出新兴经济体平均，约是发达经济体二分之一，去年全年上升幅度也仅约为发达经济体的五分之一，无论绝对水平还是上升速度都不算高。

■ **“降杠杆”剑指隐性债务。**政府杠杆率的降低意味着今年内政府债务的增速要小于经济的名义增长速度。对于经济的名义增速，财政部在准备预算草案报告的时候会对年内 GDP 的规模有个大体估计，根据预算报告及可能存在的估计偏差，我们预计，年内名义 GDP 增速上限约在 11%-12%。对于政府债务的规模，CNBS 数据显示 2020 年底政府债务余额约为 46-47 万亿元，和今年财政预算报告以及社融中的数据大体相当。而根据今年财政预算的安排，预算内财政赤字规模为 3.57 万亿元，地方政府新增专项债 3.65 万亿元，两者合计达 7.22 万亿元，则今年的政府债务增速将达到 15.5%，远超我们预计的名义 GDP 增速上限。即便考虑到每年政府债务的净融资额可能会略小于年初设定的目标，降低政府杠杆率的要求也很难实现。我们发现，BIS 口径下的政府杠杆率和 CNBS 口径下的数据存在着很大的差异，两者统计的政府债务规模相差近 15 万亿，主要源于 BIS 口径数据含有对地方政府融资平台债务的估计。从这个角度出发，这次政府降杠杆或剑指地方隐性债务，这样即便在财政预算目标设定的情况下，包含隐性债务部分的政府杠杆率仍可能实现下滑。

■ **基建首当其冲，或仍不温不火。**“政府降杠杆”过程中基建投资首当其冲。从投资资金的来源上看，基建投资资金中很大比例来自于广义财政资金支持，政府杠杆率的降低无疑会影响基建融资环境，进而拖累基建投资。去年基建投资表现平平，今年在政府融资整体相比去年有所收缩的情况下，虽然基建投资增速基数较低，但我们预计，全年表现或仍不温不火。这一轮政府降杠杆主要着力点或在于地方隐性债务，中央政府杠杆率所受影响较小，因而主要依赖中央项目资金的新基建行业仍有望保持高增，依赖地方项目资金比重较高的旧基建存在调整压力。在保持宏观杠杆率基本稳定的政策基调下，政府杠杆率的降低叠加房住不炒目标落实对居民杠杆管控的现实需要，意味着今年我国非金融企业部门存在着小幅加杠杆的空间，特别是政策着力扶持的制造业企业。从融资端来看，去年全年制造业贷款新增 2.2 万亿元，超过前五年的总和，制造业企业融资改善令其“弹药充足”，而制造业企业利润增速从去年二季度以来持续修复，将形成对制造业投资的拉动。在地产和基建投资年内恐难指望更多的情况下，制造业投资的上行或将成为经济增长的亮点。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

内容目录

1. 政府杠杆率有多高？	- 4 -
2. “降杠杆”剑指隐性债务	- 6 -
3. 基建首当其冲，或仍不温不火	- 8 -

图表目录

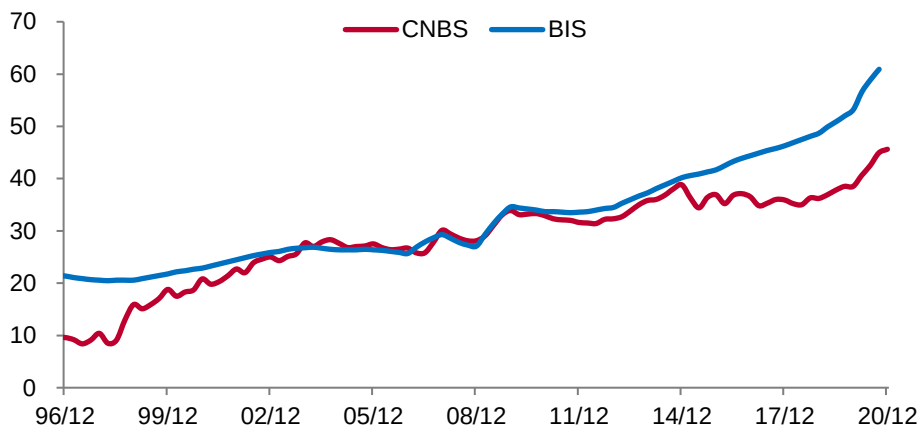
图表 1: CNBS 和 BIS 口径下我国政府部门杠杆率水平 (%)	- 4 -
图表 2: CNBS 口径下我国实体经济各部门杠杆率 (%)	- 5 -
图表 3: BIS 口径下各主要经济体政府杠杆率水平 (%)	- 5 -
图表 4: BIS 口径下各主要经济体政府杠杆率上升幅度 (%)	- 6 -
图表 5: 我国名义 GDP 规模 (万亿元)	- 6 -
图表 6: 财政预算报告中央和地方政府债务余额 (万亿元)	- 7 -
图表 7: 政府债务净增加额和财政赤字与专项债目标 (亿元)	- 7 -
图表 8: BIS 口径和 CNBS 口径下政府债务规模对比 (万亿元)	- 8 -
图表 9: 城投平台有息债务增速 (%)	- 8 -
图表 10: 基建投资和固定资产投资资金来源分布 (%)	- 9 -
图表 11: 新旧口径下基建投资增速 (%)	- 9 -
图表 12: 基建各子行业中央和地方项目资金比重	- 10 -
图表 13: 我国实体经济部门杠杆率水平 (%)	- 10 -
图表 14: 五大银行制造业贷款增速 (%)	- 11 -
图表 15: 制造业企业利润领先投资增速 (%)	- 11 -

近期国常会在确定今年《政府工作报告》重点任务分工时，提到“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，那么，当前政府杠杆率处于什么水平？又将会从何处降低？本报告对此进行展开分析。

1. 政府杠杆率有多高？

政府杠杆率创新高，上升速度过快。我国政府部门杠杆率有多高？衡量宏观杠杆率水平有两个机构的指标相对权威：一是国家金融与发展实验室下属国家资产负债表研究中心（CNBS）的统计，其数据显示 2020 年底我国政府部门杠杆率 45.6%，创下自 1993 年有数据统计以来的新高；二是国际清算银行（BIS）的统计，其数据显示 2020 年三季度末我国政府部门杠杆率 60.9%，也是有数据记录以来的新高。此外，值得注意的是，我国政府部门杠杆率在 2020 年上升幅度过快，根据 CNBS 口径的数据，其在去年一年内上升超过 7 个百分点，这一速度同样创下 1994 年以来的新高，超过了 2009 年时 5.8 个百分点的增幅。

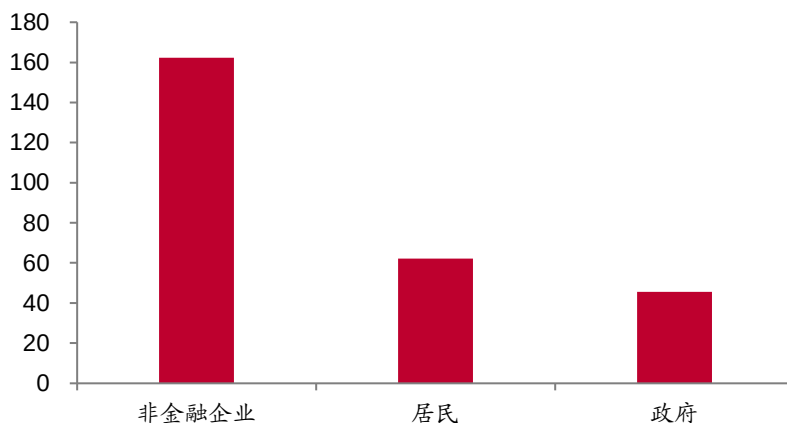
图表 1：CNBS 和 BIS 口径下我国政府部门杠杆率水平（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

政府杠杆率仍不及居民和企业部门水平。虽然杠杆率绝对水平创下新高，但如果和其它实体经济部门相比较，我国政府部门杠杆率并不算高。根据 CNBS 口径的数据，2020 年底我国非金融企业部门杠杆率 162.3%，约是政府部门杠杆率的 3.6 倍，居民部门杠杆率也超过了 60%，同样高出政府杠杆率的水平。

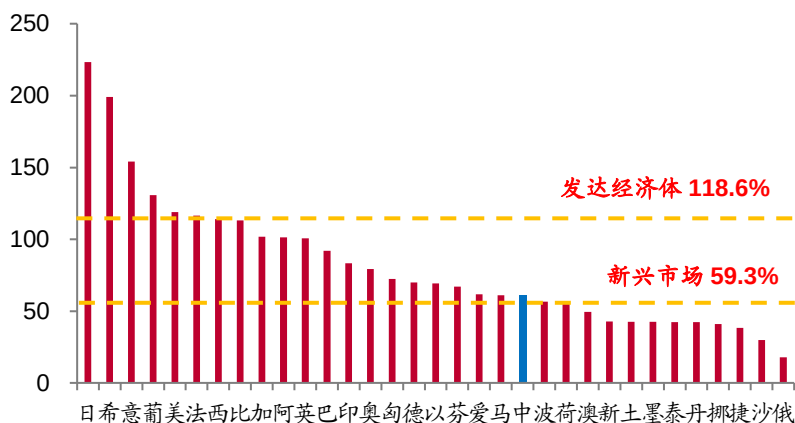
图表 2: CNBS 口径下我国实体经济各部门杠杆率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

政府杠杆率约是发达经济体二分之一。而放在全球来看,我国政府杠杆率水平仅略高出新兴经济体平均水平,和发达经济体相距甚远。根据 BIS 口径的数据,2020 年三季度新兴经济体政府杠杆率水平 59.3%,我国仅高出这一水平不足 2 个百分点,而发达经济体政府杠杆率水平接近 120%,约是我国政府杠杆率水平的 2 倍,日本更是超过 200%。

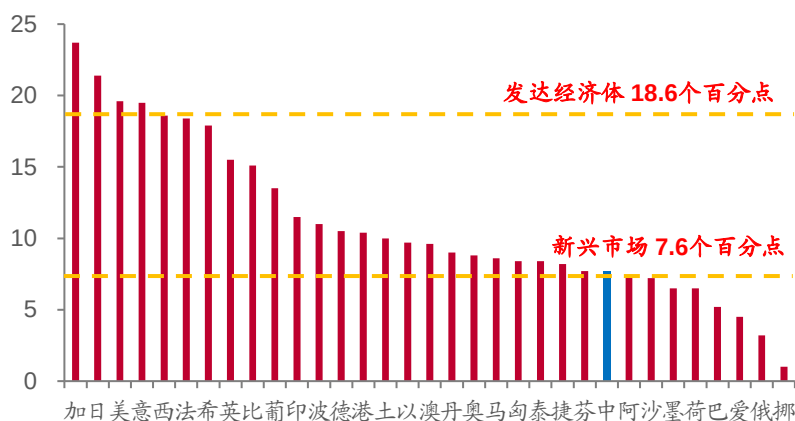
图表 3: BIS 口径下各主要经济体政府杠杆率水平 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

政府杠杆率上升幅度仅约为发达经济体五分之二。从上升幅度来看,根据 BIS 口径的数据,2020 年三季度末我国政府杠杆率较 2019 年底提高 7.7 个百分点,略高出新兴经济体平均 7.6 个百分点的上行幅度,而发达经济体政府杠杆率上行高达 18.6 个百分点,约是我国的 2.4 倍。因此,放眼全球,我国政府杠杆率无论从绝对水平还是上升速度来看都不算高。

图表 4: BIS 口径下各主要经济体政府杠杆率上升幅度 (%)



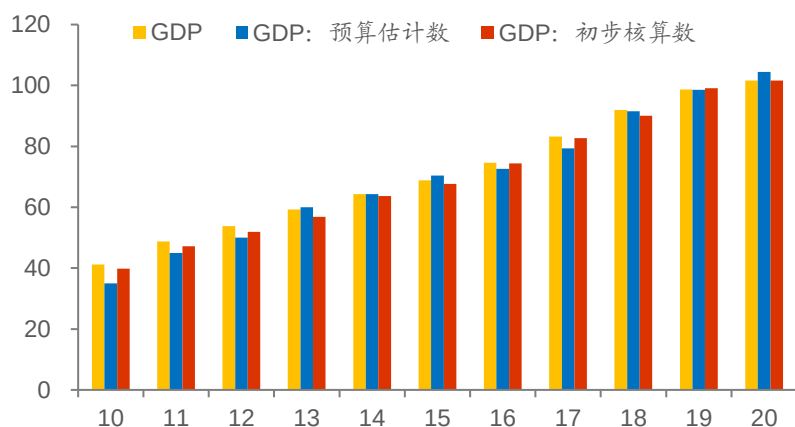
来源: Wind, 中泰证券研究所, 数据为 2020 年三季度末较 2019 年底增幅

2. “降杠杆”剑指隐性债务

如何降低政府部门的杠杆率水平? 由于政府杠杆率等于政府债务与名义 GDP 之比, 因此政府杠杆率的降低也就意味着今年内政府债务的增速要小于经济的名义增长速度。

经济名义增速上限或不超 12%。对于经济的名义增速, 财政部在准备预算草案报告的时候会对年内 GDP 的规模有个大体估计。根据 2021 年财政预算草案报告, 今年财政赤字规模为 3.57 万亿元, 财政赤字率水平 3.2% 左右, 对应到名义 GDP 规模约在 11.16 万亿元左右, 名义 GDP 增速接近 10%, 考虑到财政预算报告对于 GDP 名义增速估计偏差以及四舍五入引入的误差, 我们预计, 年内名义 GDP 增速上限约在 11%-12%。

图表 5: 我国名义 GDP 规模 (万亿元)

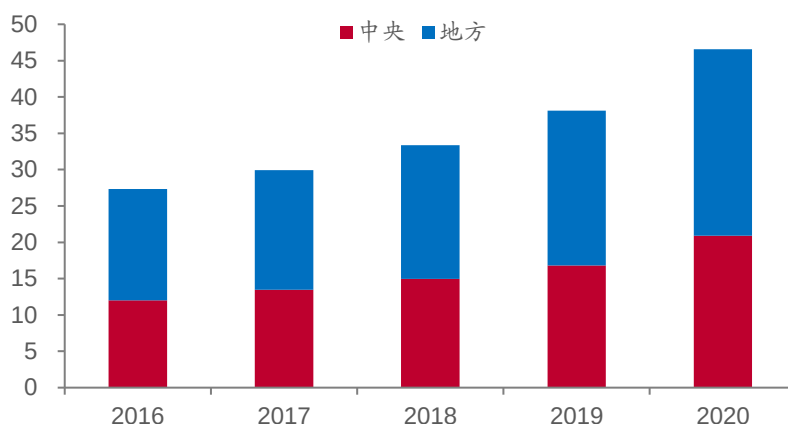


来源: Wind, 中泰证券研究所

今年底政府债务规模约在 46-47 万亿元。对于政府债务的规模, CNBS 在其宏观杠杆率季度报告中披露, 2020 年底政府债务余额约为 46.3 万亿元, 全年政府债务增加 8.24 万亿元。这一体量和今年财政预算报告以及社融中的数据大体相当。2020 年底我国社融中政府债券存量规模 46.06 万亿元。而据

财政预算报告披露，2020 年末我国中央财政国债余额约为 20.89 万亿元，地方政府债务余额约为 26.66 万亿元，合计 46.55 万亿元。

图表 6：财政预算报告中央和地方政府债务余额（万亿元）

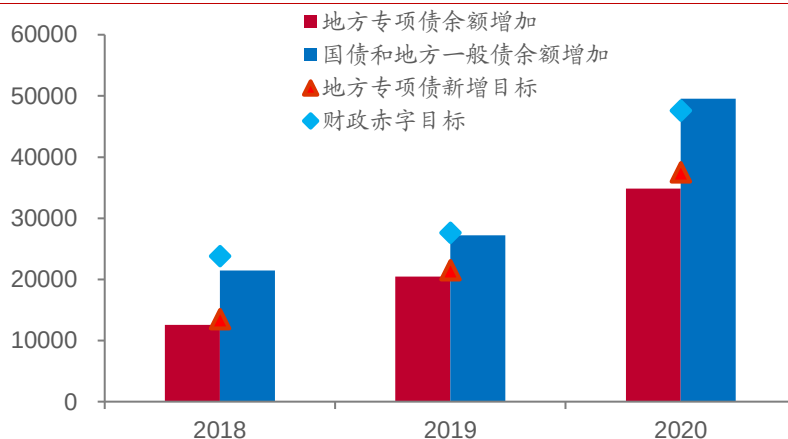


来源：Wind，中泰证券研究所

财政预算目标设定，政府杠杆率难下降。根据今年财政预算的安排，预算内财政赤字规模为 3.57 万亿元，而地方政府新增专项债 3.65 万亿元，两者合计达 7.22 万亿元，如果按照财政预算报告披露的去年底政府债务余额 46.55 万亿元来计算，则今年的政府债务增速将达到 15.5%，远超我们预计的名义 GDP 增速上限。

即便考虑到每年政府债务的净融资额可能会略小于年初设定的目标，但差距也就在千亿元左右的规模，而如果要满足今年政府债务增速低于名义经济增速 12% 的上限，净融资额要比年初目标减少 1.6 万亿元以上，这一情况在现实中很难实现。

图表 7：政府债务净增加额和财政赤字与专项债目标（亿元）



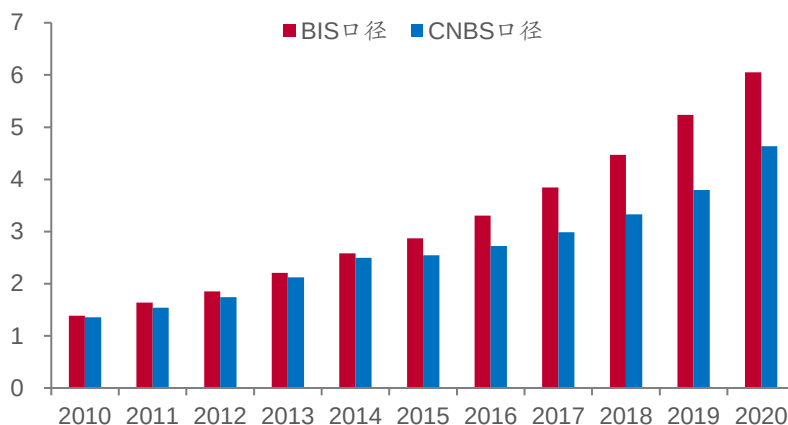
来源：Wind，中泰证券研究所，2020 年目标考虑了特别国债，

既然在财政预算目标设定下，政府杠杆率易升难降，那么，提出政府降杠杆的用意何在呢？

政府降杠杆或剑指隐性债务。我们发现，BIS 口径下的政府杠杆率和 CNBS 口径下的数据存在着很大的差异。根据 BIS 的统计，2020 年三季度末我国政府部门债务水平就超过了 60 万亿元，而 2020 年底 CNBS 和财政

预算报告中的政府债务规模也不过 46 万亿左右，两者相差近 15 万亿。究其原因，BIS 口径下政府债务的数据取自国际货币基金组织（IMF），而 IMF 对于我国政府债务的统计不仅包括财政部披露的显性债务，还包括对于地方政府融资平台债务的估计。从这个角度出发，这次政府降杠杆或剑指地方隐性债务，这样即便在财政预算目标设定的情况下，包含隐性债务部分的 BIS 口径政府杠杆率仍可能实现下滑。

图表 8: BIS 口径和 CNBS 口径下政府债务规模对比 (万亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

控增量任重道远，化“隐债”释放风险。目前对于地方隐性债务规模，市场莫衷一是。而从我们所选取的固定样本来看，2020 年上半年城投平台有息债务增速约在 8% 左右，这一水平虽较前几年有所下滑，但也不算低，指向地方隐性债务增量控制或依然任重道远。相比于财政预算报告确定的显性债务部分，使隐性债务增速保持在名义 GDP 增速之下，既能够实现政府杠杆率的降低，又能够促进债务风险的释放。

图表 9: 城投平台有息债务增速 (%)



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_18828

