

宏观研究/深度研究

2020年07月24日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：身处劣势的特朗普会出什么牌？》
2020.07
- 2 《宏观：洪灾来袭，影响几何？》2020.07
- 3 《宏观：“双循环”与经济发展模式升级》
2020.06

逆周期风暴后，杠杆率升高几何？

基于 BIS 和 CNBS 口径的全球宏观杠杆率跟踪

核心观点

本次疫情下全球宽松政策难以在短期内收紧，由此导致私人部门和政府部门债务不断累积，引发市场关注。我们对比 BIS 和 CNBS 口径对全球以及中国的宏观杠杆率进行跟踪测算，结果显示，疫情后主要国家的宏观杠杆率均有大幅提升。截至 5 月，美国、法国、意大利和英国的宏观杠杆率较 19 年底上升幅度超过 20Pct，中国宏观杠杆率水平上升约 20Pct。在疫情部分稳定、刺激政策告一段落的大背景下，各国杠杆率水平的变化如何影响货币、财政政策的制定，是关系到后续经济风险以及基本面修复速率的关键指标。就中国而言，7 月政治局会议将对下半年政策定调至关重要。

额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升

疫情后主要国家的政府杠杆率出现超出其趋势性的上升。根据我们测算，日本政府部门杠杆率由 2019 年底的 204% 上升至今年 5 月的 214%；美国政府部门杠杆率由 100% 上升至 113%；法国政府部门杠杆率由 98% 上升至 112%；欧元区较为节俭的德国和荷兰的政府部门杠杆率也出现较大提高，上升幅度约 6Pct；而欧元区 PIIGS 五国并未受到较大的财政约束，其杠杆率上升幅度在 10Pct 左右。新兴市场经济体的政府部门杠杆率也有所上升，但升幅小于发达经济体，在 5Pct 左右。其中，俄罗斯政府部门杠杆率变化较小，而中国、印度的政府部门杠杆率上升幅度仅略高于其趋势性。

疫情纾困政策支撑全球非金融企业部门的应急流动性需求

各国非金融企业部门杠杆率均出现超出趋势性的上升，法国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 153.2% 上升至 5 月的 176%，位于选取国家之首，德国和意大利非金融企业部门杠杆率上升程度较小，约为 4、5.3Pct。美国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 75% 上升至今年 5 月的 86%。选取的新兴市场经济体中，中国和巴西的非金融企业部门杠杆率提高幅度较大。非金融企业部门的债务上升主要来源于政府纾困政策下补充营运资金等应急流动性需求，非投资级公司债、受疫情冲击较大的行业以及中小企业都获得了较高的资金支持，但同时企业评级下调和违约大幅增加。

供需两端共同压制全球居民部门杠杆率

全球主要国家居民部门杠杆率并未出现明显的高于趋势性的增长，且其增长主要来源于 GDP 增速的大幅下行。在我们选取的国家中，如果剔除 GDP 增速下滑的影响，仅中国的居民部门债务规模增长对杠杆率的贡献达到 2.6Pct 以上，发达经济体与其他新兴市场经济体的居民债务规模对杠杆率增长的贡献均在 1Pct 以内。居民部门杠杆率增长乏力与供给端银行提高信贷标准和需求端收入降低制约信贷需求有关。后续来看，依靠政府转移支付的收入增长可持续性存疑，而储蓄率提高不利于消费增长，居民部门债务规模将继续承压。

中国宏观杠杆率一季度大幅上升，二季度上升速度放缓

根据 CNBS 数据，我国一季度中国实体经济部门（非金融部门）宏观杠杆率为 259.3%，较上年末宏观杠杆率上升 13.9 个百分点，非金融企业部门是宏观杠杆率上升的主要原因。我们测算的二季度实体经济杠杆率为 264.2%，政府部门杠杆率增长速度较一季度持平，非金融企业部门加杠杆速度有所减缓。我们认为，下半年我国国债发行量将继续维持高位，政府部门债务料继续增长；打击资金空转的监管重点下非金融企业部门债务上升速度将较二季度放缓；经济复苏和收入增长支撑居民部门债务。GDP 增速的恢复支撑杠杆率分母，我国下半年宏观杠杆率料保持稳定或温和上升。

风险提示：各国经济恢复速度超预期导致测算数据出现较大偏差，疫情持续时间过长导致债务危机。

正文目录

疫情来袭，全球宽松政策持续加码.....	3
疫情后全球宏观杠杆率提高了多少？	6
BIS 口径下的宏观杠杆率	6
额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升	7
BIS 口径政府部门杠杆率	7
国债发行：政府债务重要的融资方式	9
财政赤字：政府债务直接的决定因素	10
主权债务风险：后疫情时代的政府债务是否崩溃	11
疫情纾困政策支撑全球非金融企业部门的应急流动性需求	14
BIS 口径下的非金融企业部门杠杆率	14
特征一：兼并收购、回购与股利支付等需求让位于流动性需求	16
特征二：投资级与非投资级债券发行均有所上升	16
特征三：受疫情影响较大的行业获得更高比例的融资	17
特征四：中小企业同样获得救助	18
非金融企业部门债务的未来：倒与不倒？	19
供需两端共同压制全球居民部门杠杆率	20
BIS 口径下的居民部门杠杆率	20
信贷供给：银行提高信贷标准	21
信贷需求：收入下降制约信贷需求	22
疫情后中国宏观杠杆率的结构变化	24
CNBS 口径下中国宏观杠杆率	24
我国一季度宏观杠杆率——基于公布数据的分析	24
我国二季度宏观杠杆率——基于可比数据的测算	27
总结	31
风险提示	32

疫情来袭，全球宽松政策持续加码

08 年金融危机后的宽松政策是后续部分国家爆发主权债务危机的重要原因。2008 年金融危机后居民部门被迫去杠杆，各国采取宽松的财政和货币政策以对冲经济下行压力，使得经济较快复苏，但也导致了相应的后遗症。政府债务和央行资产负债表同时扩张，为部分增长潜力较弱而宏观杠杆率较高的国家带来了债务风险，部分国家因此爆发了主权债务危机，其中包括希腊等发达经济体与阿根廷、土耳其等新兴市场经济体，正所谓“成也杠杆，败也杠杆”。

本次疫情后的政策宽松程度已远超 08 年金融危机期间。根据 IMF 分类，将针对疫情冲击的财政刺激分为三类：**(1) 线上财政支出 (Above-the-line measures)**：完全由政府主动决定的、属于预算内收支范畴、产生预算内财政赤字的措施，如政府对企业的直接救助增加了额外的财政支出，针对企业和工人的减税减少财政收入，均增加财政赤字。这一部分额外的财政赤字往往需要通过发行国债进行弥补；**(2) 线下财政支出 (below-the-line measures)**：由私人部门申请、政府被动决定的财政支出，这部分财政支出一般不属于预算内财政收支，且取决于企业的经营状况，并不一定被全部消耗；**(3) 或有财政支出 (Contingent liabilities)**：本部分财政刺激通过债务担保的形式实施，或者政府通过实际控制的企业为经济运行提供支持，仅在违约实际发生时提高政府的债务规模。

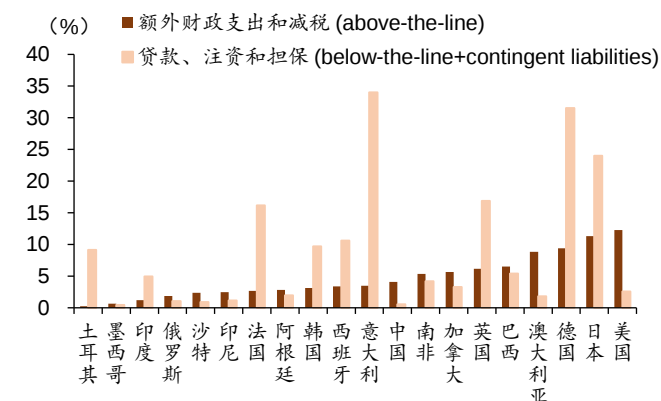
图表1：IMF 全球新冠疫情财政刺激支出类别

财政刺激类别	具体措施
线上财政支出 (Above-the-line measures)	对医疗系统的额外财政支出和税收减免
	对实体经济（如中小企业）的直接补贴救助和税收减免
	加快支出（加快原有财政安排，如提前退税）
	递延收入（对企业和居民的税款进行递延缴纳）
线下财政支出 (below-the-line measures)	注资、资产购买、提供贷款
或有财政支出 (Contingent liabilities)	债务担保
	准财政经营 (上市公司代表政府的非商业活动)

资料来源：IMF，华泰证券研究所

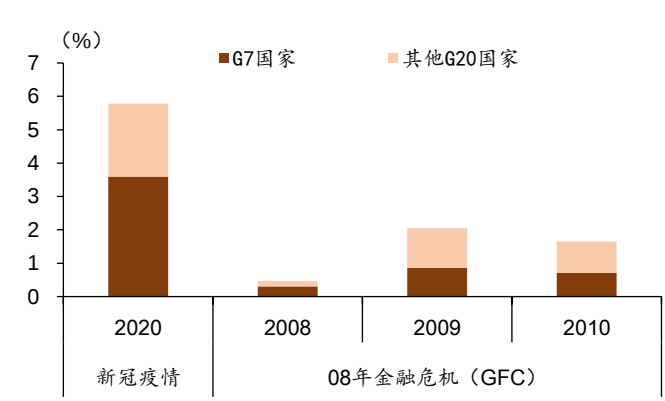
全球主要国家新冠疫情财政支出规模超过 08 年金融危机期间。从财政支出类别来看，美国、日本的线上财政支出达到 2019 年 GDP 的 10% 以上，德国、澳大利亚、巴西、英国、加拿大、南非的线上财政支出占 GDP 比重也达到 5% 以上。同时，部分国家推出了大额的线下财政支出与或有财政支出，如日本、德国、意大利通过贷款、担保和注资为经济提供了超过其 2019 年 GDP 总量 20% 的资金与信用支持。纵向对比来看，新冠疫情冲击之下，各国采取的财政支出规模远超金融危机时期，IMF 统计的 G7 国家和 G20 国家的新冠线上财政支出占 GDP 比重已经超越金融危机期间。

图表2：全球部分国家新冠疫情财政刺激规模/2019 年 GDP



资料来源：IMF，华泰证券研究所

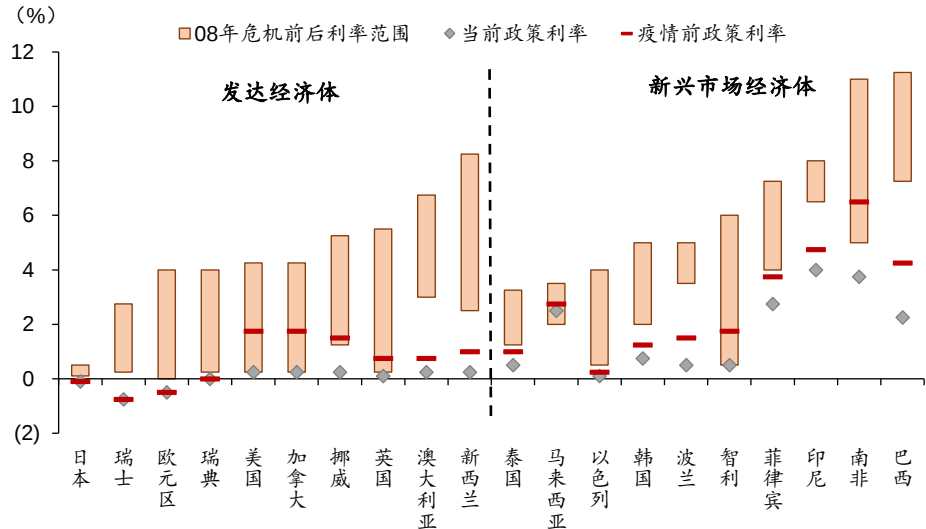
图表3：新冠疫情线上财政支出占 GDP 比例已远超 08 年金融危机后期



资料来源：IMF，华泰证券研究所

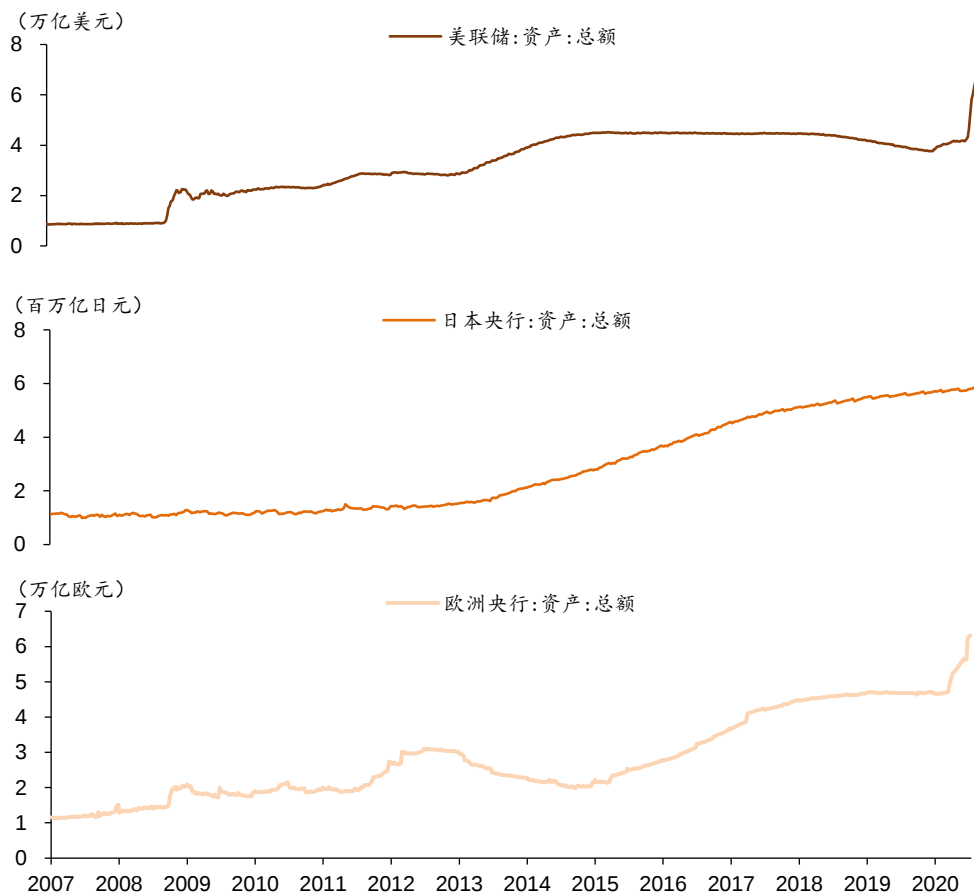
货币政策方面，当前货币宽松程度亦高于 08 年金融危机期间。从价格型工具上看，当前全球多数经济体的政策利率水平已低于金融危机期间。从数量型工具上看，本次疫情期间美联储、欧央行和日央行的资产负债表扩张速度远快于 08 年金融危机时期，危机时期的紧急货币政策工具箱重登历史舞台，多种新型政策工具得以开发和使用。

图表4：多数经济体当前利率水平低于金融危机期间利率最低值



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表5：美联储、欧央行、日央行资产负债表扩张程度超 08 年金融危机时期



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

空前规模的财政政策与货币政策将直接推高政府部门与私人部门杠杆率水平，增加了债务风险。从理论上来看，本次疫情期间的财政与货币政策通过以下渠道推高非金融部门（政府部门、非金融企业部门和居民部门统称为非金融部门）的杠杆水平：（1）排除掉债务担保的部分，涉及到财政赤字的线上财政支出将带来高额的财政赤字，在税收来源不变甚至推行减税政策的背景下，政府将通过发债的方式进行弥补，由此导致政府债务规模的提高；（2）部分刺激政策以补贴和赠予的形式发放，不增加私人部门的债务规模。另一部分刺激政策以贷款形式给予，需要偿还，因此会增加私人部门的债务规模；（3）债务展期政策将当期债务延迟至未来偿还，一定程度上提高了短期的债务规模，但从长期来看对债务规模不产生影响，同时对私人部门未来的收入能力形成考验；（4）货币政策方面，降息操作降低短端资金利率，量化宽松操作降低期限溢价和实体企业融资成本，为政府部门和私人部门的杠杆率提高提供了有利条件，更有如中国等国家对特定企业进行结构性的信贷支持，直接提高了相应企业部门债务规模。

因此，本次疫情下全球宽松政策难以在短期内收紧，由此导致私人部门和政府部门债务不断积累，成为市场新的担忧。那么，经过几个月的政策刺激后，当前全球主要国家宏观杠杆率水平如何？未来又将如何演变？是后疫情时代的一大关键主题。本文对疫情爆发以来，全球尤其是中国的非金融部门宏观杠杆率变化进行一定的研究。

疫情后全球宏观杠杆率提高了多少？

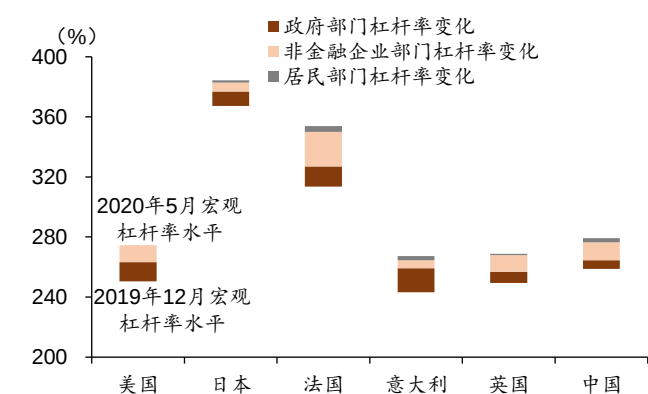
BIS 口径下的宏观杠杆率

BIS 公布的宏观杠杆率指标是研究全球宏观杠杆水平的重要参考。BIS 统计了 40 多个经济体的季度和年度非金融部门杠杆率，其优点是便于跨国比较，不足在于发布相对滞后，一般滞后 5 个月左右。此外，BIS 对于我国的宏观杠杆率存在重复计算的问题。BIS 采用的是国际货币基金组织（IMF）的广义政府债务口径。广义政府债务不仅包括显性债务，还包括隐性债务（主要指地方政府融资平台债务）。地方政府融资平台在法律意义属于公司实体，因此融资平台的债务也纳入非金融企业债务的统计范围中，BIS 对我国宏观杠杆率统计在该部分存在一定的重复计算。

根据国际清算银行（BIS）的定义：宏观杠杆率=非金融部门总信贷（Total credit to non-financial corporations）/名义 GDP。非金融部门总信贷包括来自所有来源的融资，涵盖货币与存款（非金融企业部门和居民部门一般不包含该项）、贷款和债券这三种金融工具。这三种金融工具被统称为“核心债务（Core Debt）”。名义 GDP 采用前四个季度的名义 GDP 移动加总得出。分部门来看，BIS 的宏观杠杆率统计细分至政府部门、非金融企业部门和居民部门（后两者统称为私人部门）。各部门的杠杆率分别由各部门的负债与名义 GDP 的比值计算得出。

我们研究 BIS 所采用或相一致的分项指标，通过合理的方式复制（replication）并估算频率更高、更具时效性的 BIS 宏观杠杆率指标。BIS 对全球宏观杠杆率计算的数据一般来源于各国央行公布的各部门金融账户（Financial Accounts），而多数国家的金融账户季度公布且存在一定的时滞。但各国各部门金融账户的一些构成成分可以通过月度数据获得，因此在时效性上优于金融账户数据和 BIS 的信贷数据。如各国一般月度公布政府部门债务总额、存款机构对企业和居民部门贷款等数据，其直接等于 BIS 口径下的相应部门的债务规模或者是相应部门债务的一部分。因此，本部分主要参照 BIS 对各国各部门宏观杠杆率水平的统计口径，寻找与之相一致或者被其包含的月度指标，从而对 BIS 宏观杠杆率数据进行复制，并由此测算更具时效性的全球宏观杠杆率水平。

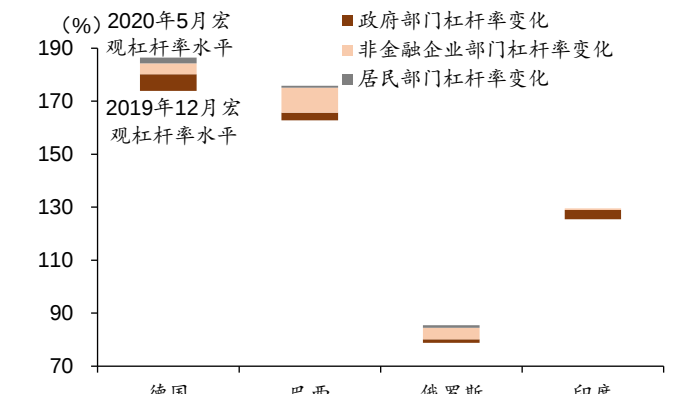
图表6： 杠杆率较高国家 BIS 口径宏观杠杆率测算结果



注：柱状表示 2019 年 12 月至 2020 年 5 月各国宏观杠杆率变化幅度。

资料来源： BIS，华泰证券研究所

图表7： 杠杆率较低国家 BIS 口径宏观杠杆率测算结果



注：柱状表示 2019 年 12 月至 2020 年 5 月各国宏观杠杆率变化幅度。

资料来源： BIS，华泰证券研究所

疫情后全球主要国家宏观杠杆率大幅提高。我们主要选取美国、欧元区（德国、法国、意大利）、英国、日本等发达经济体和金砖四国（中国、印度、巴西、俄罗斯）等新兴市场经济体作为研究代表。各国公布的信贷细项数据一般更新至 5 月，因此，我们可以对 2020 年 1-5 月各国宏观杠杆率水平数据进行测算。结果显示，2019 年底至 2020 年 5 月，由于新冠疫情冲击，各国采取了空前宽松的财政政策与货币政策，也因此导致了宏观杠杆率水平的提高。

美国宏观杠杆率由 2019 年底的 250% 提高至 2020 年 5 月的 274%，上升 24Pct。日本宏观杠杆率在疫情前便处于全球主要经济体的最高水平（367%），在 2020 年 5 月，其宏观杠杆率提高至 384%，上升 17 Pct。欧洲国家中，法国宏观杠杆率上升近 40 Pct；意大利、英国宏观杠杆率上升约 20 Pct；德国宏观杠杆率上升 13 Pct，在选取的发达经济体中上升幅度最小。新兴市场经济体中，中国宏观杠杆率水平上升约 20 Pct，巴西、俄罗斯、印度的宏观杠杆率上升幅度小于中国。

分部门看，居民部门杠杆率水平上升幅度较为有限，部分国家如美国和印度的居民部门杠杆率出现下降；政府部门和非金融企业部门杠杆率上升明显，在美国、日本、德国，政府部门和非金融企业部门各自贡献了近半的总体杠杆率上升。法国、中国的宏观杠杆率上升中近 2/3 由非金融企业部门贡献。意大利政府部门杠杆率上升幅度大于非金融企业部门。接下来，我们分部门对各国宏观杠杆率水平进行更细致的研究。

额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升

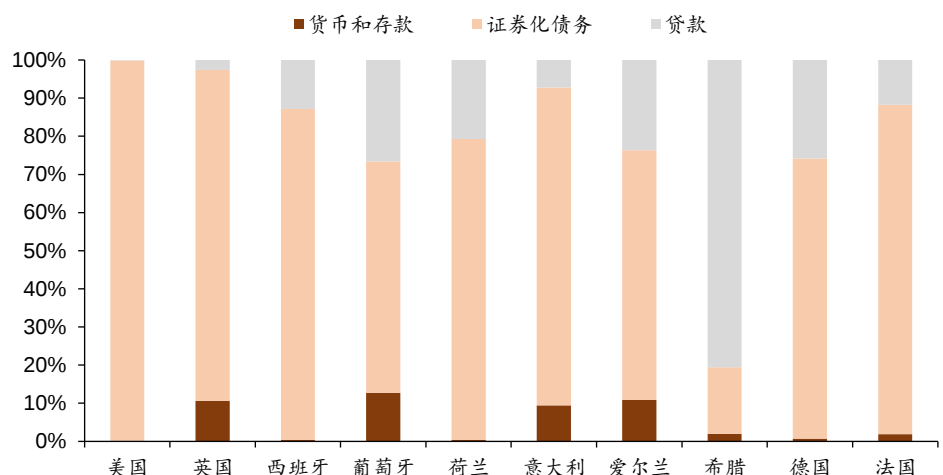
BIS 口径政府部门杠杆率

BIS 口径下的政府部门债务主要由货币与存款(Currency and Deposits)、贷款(Loans)和债券(Debt Securities)三项组成。各国三种工具的构成比例不同，和各国金融市场的制度安排和金融系统结构有关。

货币与存款项与各国的制度安排有关，其中，货币包括政府发行的流通硬币（根据一国的制度安排，由政府部门如财政部发行的硬币计入政府债务，但由中央银行而非政府发行的硬币和纸币则不计入政府债务）。存款包括定期存款、储蓄存款等政府负债。例如，一些国家的财政部为家庭经营储蓄账户（可能由邮政系统或其他公共机构管理），一些国家存在银行或上市公司向政府存放现金的具体安排，这些均计入政府负债。在英国、意大利等国家，政府的货币与存款负债占到政府总负债的 10% 左右。

此外，政府可以通过发行国债的直接融资方式和向金融机构借款的间接融资形式进行主动负债。其中，发行国债是政府最主要的借贷方式，一般占到政府债务的 70% 以上（下图为 2019 年各国央行公布的数据），在美国、英国等以金融市场和直接融资为主导的国家，政府贷款的比例一般较低。例外的是，希腊的政府债务以政府借款为主，原因在于希腊等国的国债是非投资级，发行规模较为有限，且希腊政府在金融危机和欧债危机期间向 IMF、欧洲稳定机制及欧元集团寻求了大额的贷款救助。

图表8： 2019 年底部分国家政府部门债务构成

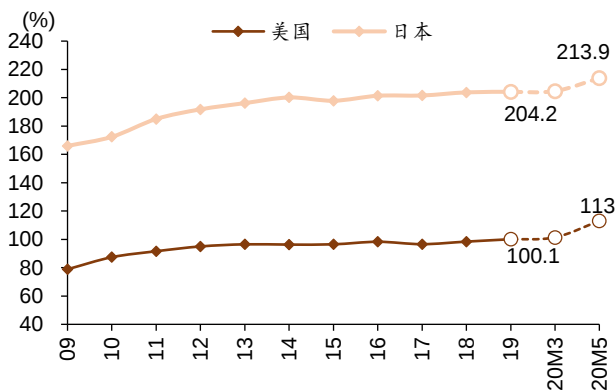


资料来源：欧央行，美联储，华泰证券研究所

接下来，我们结合 BIS 的政府债务口径对选取国家的政府债务进行估算。除了上述提到的国家，我们同时也关注欧元区债务负担较重的 PIIGS 国家的宏观杠杆率情况，因此我们在本部分的分析中加入以上国家。数据处理方面，新兴市场国家、美国、日本月度公布政府债务规模总额数据，与 BIS 数据基本一致，我们直接采用其数值或经等比例调整后作为以上国家的政府部门债务规模；欧元区国家的政府借款数据公布不及时，我们假设各国政府借款的变化与国债规模的变化保持一致，因此可以通过等比例估算的方法对总体政府债务进行估算，得出政府部门债务总额。此外，我们需要使用各国的 GDP 数据作为分母，我们直接根据各国 GDP 增速的彭博一致预期进行计算。部分国家的政府债务数据仅更新至 2020 年 5 月，为了方便横向比较，我们的杠杆率测算也仅更新至 5 月。

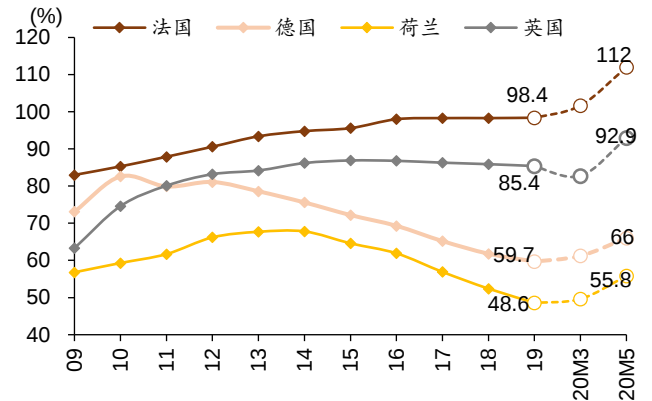
结合 BIS 口径对各国政府部门杠杆率进行测算，结果显示各国的政府杠杆率出现超出其趋势性的上升。日本政府部门杠杆率由 2019 年底的 204% 上升至 2020 年 5 月的 214%；美国政府部门杠杆率由 100% 上升至 113%；法国政府部门杠杆率由 98% 上升至 112%；欧元区较为节俭的德国和荷兰的政府部门杠杆率也出现较大提高，上升幅度约 6Pct；而欧元区 PIIGS 五国并未受到较大的财政约束，其杠杆率上升幅度在 10Pct 左右。而新兴市场经济体的政府部门杠杆率也有所上升，但上升幅度小于发达经济体，其上升幅度在 5 Pct 左右。其中，俄罗斯、南非政府部门杠杆率变化较小，仅分别上升 1.4Pct 和 2.1Pct，而中国、印度的政府部门杠杆率上升幅度略高于其趋势性。

图表9： 美国、日本政府部门杠杆率测算



资料来源：ECB, BIS, 华泰证券研究所

图表10： 欧盟主要国家政府部门杠杆率测算

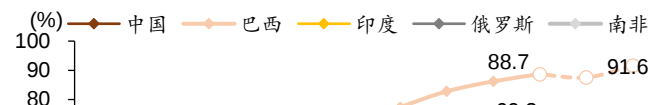


资料来源：ECB, BIS, 华泰证券研究所

图表11： 欧元区 PIIGS 国家政府部门杠杆率测算



图表12： 金砖国家政府部门杠杆率测算



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_3711

