

# 次贷危机以来中美宏观杠杆对比与启示

证券研究报告

2021年01月19日

## 海外专题

我们回顾了次贷危机以来至疫情前后的中美宏观杠杆变化发现：

次贷危机至疫情前，美国是居民降杠杆、政府加杠杆，而中国则是全面加杠杆，其中企业杠杆升幅尤为突出，居民部门则保持持续加杠杆的行为。疫情后，虽然中美两国都是整体加杠杆，但中国主要仍然是企业加杠杆，而美国继续政府主导加杠杆。

现在中美两国的杠杆水平十分接近，过往的结构与当前的状态对与思考未来会有何启示？

次贷危机以来美国联邦政府持续加杠杆导致两个显著结果：一是联邦债务率持续走高，二是为了应对债务高企带来的杠杆压力和推动经济复苏，联储显著扩大资产负债表对应压低名义利率。背后的原因其实很简单，低利率能够降低企业的净付息支出，进而有助于宏观平衡，有利于政府宏观调控的平衡。

对于中国而言，我们当前宏观杠杆高企所对应的突出问题表面上是企业杠杆突出，其中可能部分受到政府部门杠杆率的影响。综合考虑次贷危机以后中美在宏观杠杆上的相似性，循着这个逻辑，我们可以有如下推论：

第一，所谓的宏观周期与流动性拐点必然存在，但是一定要结合经济自身的成长前景来评估，只要经济回升无法有效改善宏观杠杆压力，则货币政策难以简单收紧的局面可能也不容易改变；

第二，宏观杠杆中最为重要的还是政府杠杆情况。

第三，政府杠杆高企，则绝对水平的低利率环境可能还会持续，因为这是缓解政府债务压力的手段之一。

当然，绝对水平的低利率环境不等于持续低利率，中长期的问题不能简单等同于短期。从中美杠杆情况对比，可以看到2021年的复杂性，所以仍然需要合理评估对应的流动性和利率位置。

**风险提示：**中国经济增速超预期、美国经济增速超预期、疫苗研发进展超预期、通胀水平超预期

## 作者

**孙彬彬** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

**陈宝林** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519080002  
chenbaolin@tfzq.com

**许锐翔** 联系人  
xuruixiang@tfzq.com

## 近期报告

- 1 《固定收益：流动性改善以来信用市场表现如何，后续怎么看？-信用周报（2021-01-17）》 2021-01-17
- 2 《固定收益：行业利差整体下行-产业债行业利差动态跟踪（2021-01-17）》 2021-01-17
- 3 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2021-01-17）》 2021-01-17

## 内容目录

1. 次贷危机至疫情前后的中美宏观杠杆率对比 .....	3
1.1. 中美政府部门杠杆率对比 .....	4
1.2. 中美非金融企业部门杠杆率对比 .....	5
1.3. 中美居民部门杠杆率对比 .....	6
2. 中美宏观杠杆结构与总量变化的启示 .....	7

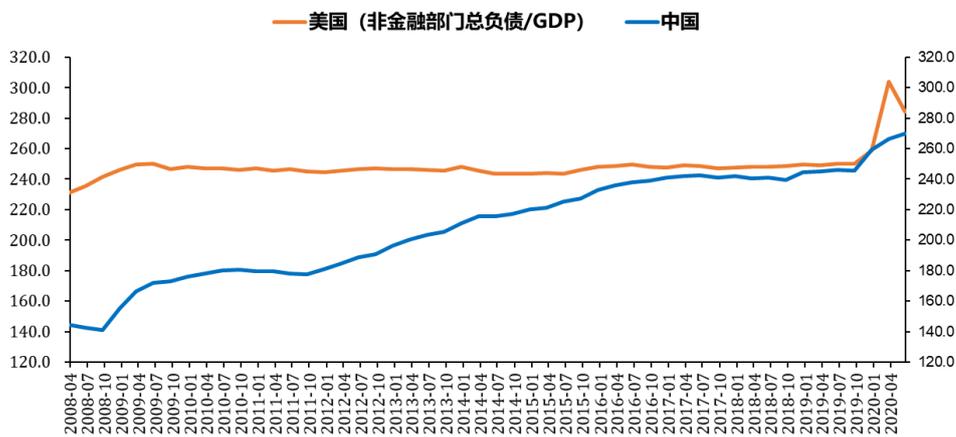
## 图表目录

图 1: 中美实体经济杠杆率对比 (%) .....	3
图 2: 中国杠杆率结构 (%) .....	3
图 3: 美国杠杆率结构 (%) .....	3
图 4: 中国杠杆率结构变化 (%) .....	4
图 5: 美国杠杆率结构变化 (%) .....	4
图 6: 中美政府部门杠杆率对比 (%) .....	4
图 7: 中美政府部门杠杆率对比-BIS (%) .....	4
图 8: 中美非金融企业部门杠杆率对比 (%) .....	5
图 9: 中美非金融企业部门杠杆率对比-BIS (%) .....	5
图 10: 中美居民杠杆率对比 (%) .....	6
图 11: 中美居民杠杆率对比-BIS (%) .....	6
图 12: 美国国会办公室预测的联邦债务率变化 (%) .....	7
图 13: 美国 10 年国债收益率与联储资产相对规模 (%) .....	7
图 14: 美国国会预算办公室预测的政府赤字率 (%) .....	8
表 1: 中美实体经济杠杆率对比 (%) .....	4
表 2: 中美政府部门杠杆率 (%) .....	5
表 3: 中美非金融企业杠杆率、美国非金融企业总负债 (%) .....	5
表 4: 中美居民杠杆率、美国居民部门总负债 (%) .....	6

## 1. 次贷危机至疫情前后的中美宏观杠杆率对比

2008 年金融危机以来，美国实体经济杠杆率在阶段性上升后基本保持稳定，至疫情前，美国实体经济杠杆率从 2008 年一季度的 231.45% 增加 15.58% 至 2019 年四季度的 250.02%。与此同时，中国实体经济杠杆率大幅提升，从 2008 年一季度的 145.90% 增加 99.50% 至 2019 年四季度的 245.40%。

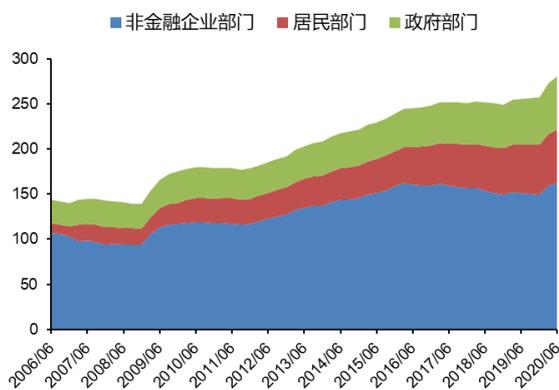
图 1：中美实体经济杠杆率对比 (%)



资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

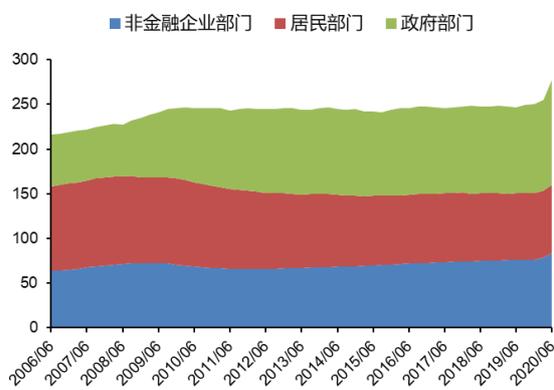
疫情期间，中美两国实体经济杠杆率均有提升，分别从 2019 年四季度的 245.4%、250.02% 提升至 2020 年第三季度的 270.10%、284.13%，提升幅度分别为 24.7% 与 34.1%。期间美国实体经济杠杆率的提升幅度较中国更快，当前实体经济杠杆率的绝对水平也更高。

图 2：中国杠杆率结构 (%)



资料来源：BIS、天风证券研究所

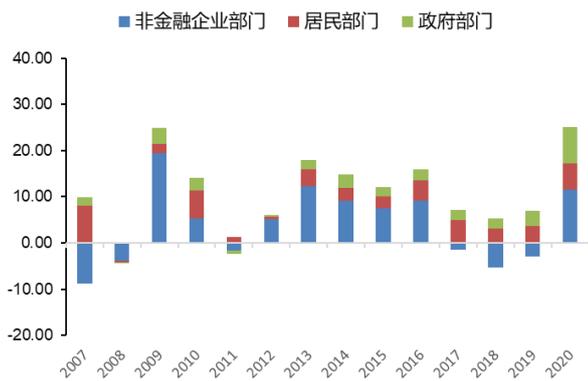
图 3：美国杠杆率结构 (%)



资料来源：BIS、天风证券研究所

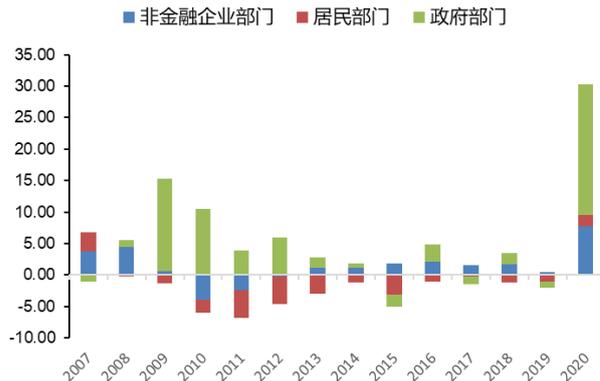
具体看结构，美国在次贷危机后及疫情前是居民降杠杆、政府加杠杆，从 2008 年一季度至 2019 年四季度，美国居民部门杠杆率从 99.82% 降至 75.46%，政府部门杠杆率则由 62.84% 升至 101.85%。而中国在次贷危机后则是全面加杠杆，其中企业杠杆升幅尤为突出，居民部门则保持持续加杠杆的行为，从 2008 年一季度至 2019 年四季度，中国非金融企业部门杠杆率由 97.7% 升至 151.3%，居民部门杠杆率由 18.8% 升至 55.8%。从结构观察，疫情后虽然中美两国都是整体加杠杆，但中国主要仍然是企业加杠杆，而美国继续政府主导加杠杆。

图 4：中国杠杆率结构变化（%）



资料来源：BIS、天风证券研究所

图 5：美国杠杆率结构变化（%）



资料来源：BIS、天风证券研究所

现在中美两国的杠杆水平十分接近，过往的结构与当前的状态对与思考未来会有何启示？

表 1：中美实体经济杠杆率对比（%）

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2008Q1
美国实体经济杠杆率（%）	284.13	304.18	258.94	250.02	250.38	231.45
中国实体经济杠杆率（%）	270.10	266.40	259.30	245.40	246.00	145.90

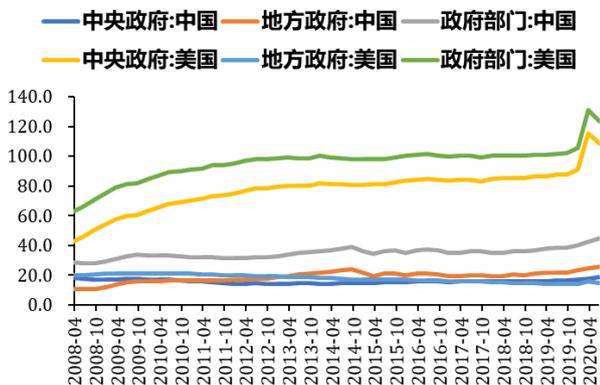
资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

### 1.1. 中美政府部门杠杆率对比

2008 年金融危机以来，美国政府部门杠杆率先快速提升、后基本维持稳定，整体而言，至疫情前，2019 年四季度美国政府部门的杠杆率较 2008 年一季度的 39.01% 快速提升 62.84% 至 101.85%。期间美国中央政府和地方政府的杠杆率分化明显，美国地方政府杠杆率提升了 45.01%，地方政府杠杆率则降低了 6.01%。

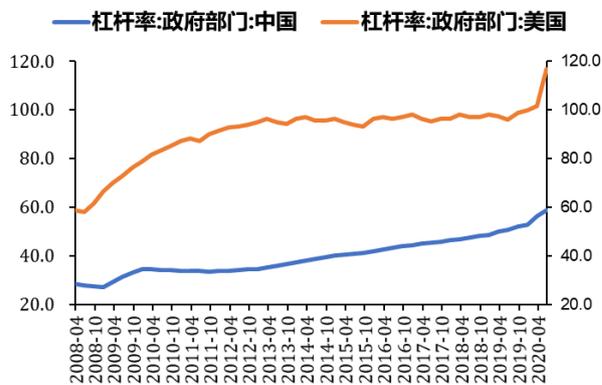
与此同时，中国政府部门杠杆率也经历了与非金融企业部门类似的变化，先快速提升、后经历稳杠杆、去杠杆进程，整体而言，至疫情前，2019 年四季度中国政府部门的杠杆率较 2008 年一季度的 29.40% 提升 8.9% 至 38.3%。期间中国中央政府和地方政府的杠杆率分化同样明显，但与美国不同的是，中国政府部门杠杆率的提升主要发生在地方政府，期间中国中央政府的杠杆率降低了 2.10%，地方政府杠杆率则提升了 11%。

图 6：中美政府部门杠杆率对比（%）



资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

图 7：中美政府部门杠杆率对比-BIS（%）



资料来源：WIND、BIS、天风证券研究所

表 2：中美政府部门杠杆率 (%)

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
美国中央政府杠杆率 (%)	108.68	115.17	90.89	87.62	87.48
美国地方政府杠杆率 (%)	14.98	16.02	14.38	14.22	14.26
美国政府部门杠杆率 (%)	123.66	131.19	105.27	101.85	101.74
中国中央政府杠杆率 (%)	19.10	17.80	17.20	16.8	16.4
中国地方政府杠杆率 (%)	25.60	24.50	23.30	21.5	22
中国政府部门杠杆率 (%)	44.70	42.30	40.50	38.3	38.4
美国政府部门杠杆率-BIS (%)		116.90	101.60	99.80	98.70
中国政府部门杠杆率-BIS (%)		58.70	56.40	52.90	51.90

资料来源：WIND、中国社科院、FED、BIS、天风证券研究所

疫情期间，中美政府部门杠杆率也均有所提升。

美国方面，截至 2020 年三季度，美国政府部门杠杆率为 108.68%，较 2019 年四季度大幅上行 21.81 个百分点，较 2020 年二季度下行 6.49 个百分点，其中，中央政府与地方政府杠杆率分别提升了 21.06%、0.76%。政府部门杠杆率的波动原因与居民部门相似，不再赘述。

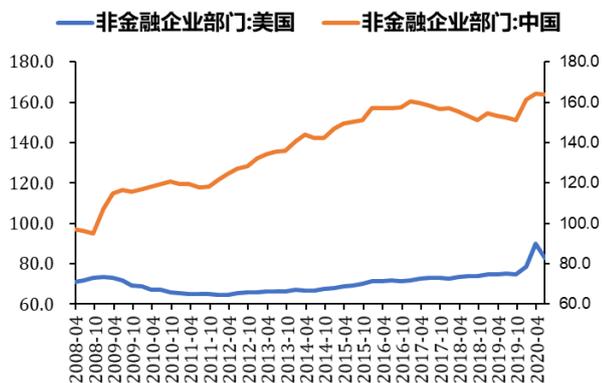
中国方面，截至 2020 年三季度，中国政府部门杠杆率为 44.70%，较 2019 年四季度提升 6.4%，其中，中央政府与地方政府杠杆率分别提升了 2.3%、4.1%。

## 1.2. 中美非金融企业部门杠杆率对比

2008 年金融危机以来，美国非金融企业部门先去杠杆再加杠杆，至疫情前，2019 年四季度美国企业部门杠杆率较 2008 年一季度的 70.33% 小幅提升 4.26% 至 74.59%。

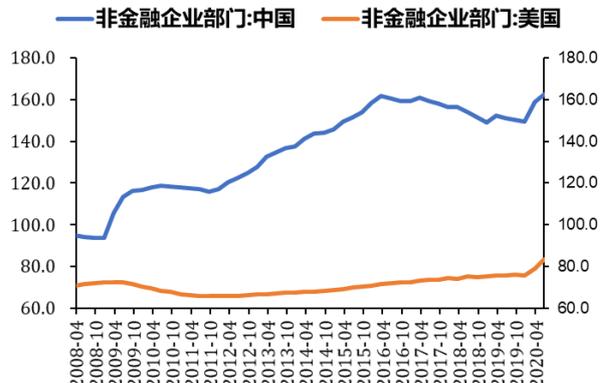
与此同时，中国非金融企业部门先快速加杠杆，后经历严格的稳杠杆、去杠杆进程，至疫情前，中国非金融企业部门杠杆率从 2008 年一季度的 97.7% 大幅提升 53.6% 至 151.3%。

图 8：中美非金融企业部门杠杆率对比 (%)



资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

图 9：中美非金融企业部门杠杆率对比-BIS (%)



资料来源：WIND、BIS、天风证券研究所

表 3：中美非金融企业杠杆率、美国非金融企业总负债 (%)

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
美国非金融企业杠杆率 (%)	82.92	90.07	78.75	74.59	74.97
美国非金融企业总负债 (万亿美元)	17.54	17.58	16.98	16.22	16.15
中国非金融企业杠杆率 (%)	164.00	164.40	161.10	151.30	152.50
美国非金融企业杠杆率-BIS (%)		83.50	79.00	75.70	76.00
中国非金融企业杠杆率-BIS (%)		162.50	159.10	149.40	150.40

资料来源：WIND、中国社科院、FED、BIS、天风证券研究所

疫情期间，中美非金融企业杠杆率也均有所提升。

美国方面，截至 2020 年三季度，美国非金融企业杠杆率为 82.92%，较 2019 年四季度上行 8.32 个百分点，较 2020 年二季度下行 7.15 个百分点。美国非金融企业杠杆率波动的原因与居民杠杆率波动的原因相似，一方面原因是企业部门总负债提升，2020 年三季度美国居民债务较 2019 年四季度提升 8.14%；另一方面原因是疫情期间美国 GDP 的大幅波动。

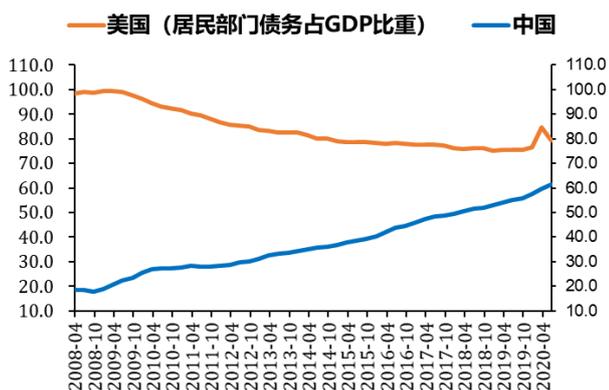
中国方面，截至 2020 年三季度，中国非金融企业杠杆率为 164.0%，较 2019 年四季度上行 12.7 个百分点。与中国居民杠杆率在疫情期间的持续提升不同，2020 年三季度中国非金融企业杠杆率较二季度降低 0.4 个百分点，原因是中国非金融企业部门负债较高，受 GDP 波动的影响更明显。

### 1.3. 中美居民部门杠杆率对比

2008 年金融危机以来，美国居民部门去杠杆进程开启，至疫情前，美国居民杠杆率已经从 2008 年一季度的 99.8% 下降 24.3 个百分点至 2019 年四季度的 75.5%。

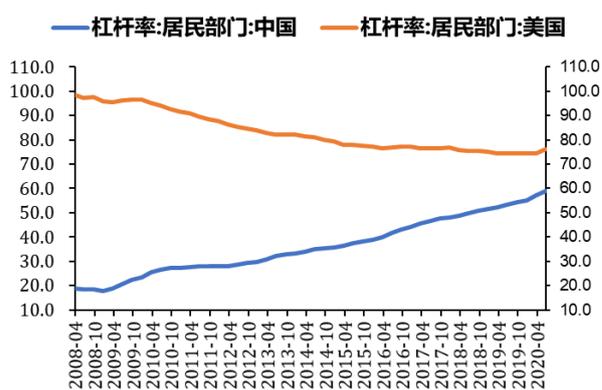
与此同时，中国居民部门加杠杆进程启动，至疫情前，中国居民杠杆率从 2008 年一季度的 18.8% 提升 37.0 个百分点至 55.8%。

图 10：中美居民杠杆率对比 (%)



资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究

图 11：中美居民杠杆率对比-BIS (%)



资料来源：WIND、BIS、天风证券研究所

表 4：中美居民杠杆率、美国居民部门总负债 (%)

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
美国居民杠杆率 (%)	79.36	84.67	76.45	75.46	75.43
美国居民总负债 (万亿美元)	16.41	16.19	16.15	16.00	15.87

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\\_55](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_55)

