

## 杠杆加减之间

核心观点：

1. 去杠杆是过去两年多来我国经济运行的重要主线。在前期全球经济向好背景下，我国通过对杠杆率的主动约束，有效遏制了债务攀升速度。近期随着经济下行压力增大，去杠杆已发生结构性变化，部门差异明显。谁在去杠杆，谁在加杠杆？整体杠杆率何去何从？这些都关乎未来货币的企稳及经济的走势。

2. 在结构性去杠杆的基本思路下，国企加杠杆仍受到严格限制。按要求，至 2020 年底国企资产负债率应较 2017 年底下降 2 个百分点。国企债务总量占非金融企业的 60%以上，基本主导了企业杠杆率的变化方向。民企方面，尽管已出台不少纾困措施，但当前信用风险依然较高，短期内民企加杠杆仍面临较多困难。

3. 随着逆周期调节政策加码，政府和居民杠杆率增速将有所回升。内外需放缓的叠加共振将促使政府杠杆率增速抬升。随着银行间市场利率下行向房贷端的传导，居民杠杆率增速将小幅回升。历史上当企业利润增速为负时，贷款基准利率下调的窗口就随之打开，目前该概率正在加大，或将支撑各杠杆率的抬升。

4. 尽管上述各部门杠杆率变化不尽相同，但综合看，整体的杠杆率增速事实上已从去年四季度开始小幅回升。随着经济下行压力加大，未来相关主体负债端的约束将进一步放松，整体杠杆率增速有望逐步抬升。受此影响，资产端的信用扩张也将逐步推进并促成社融回升，从而助力下半年宏观经济企稳。

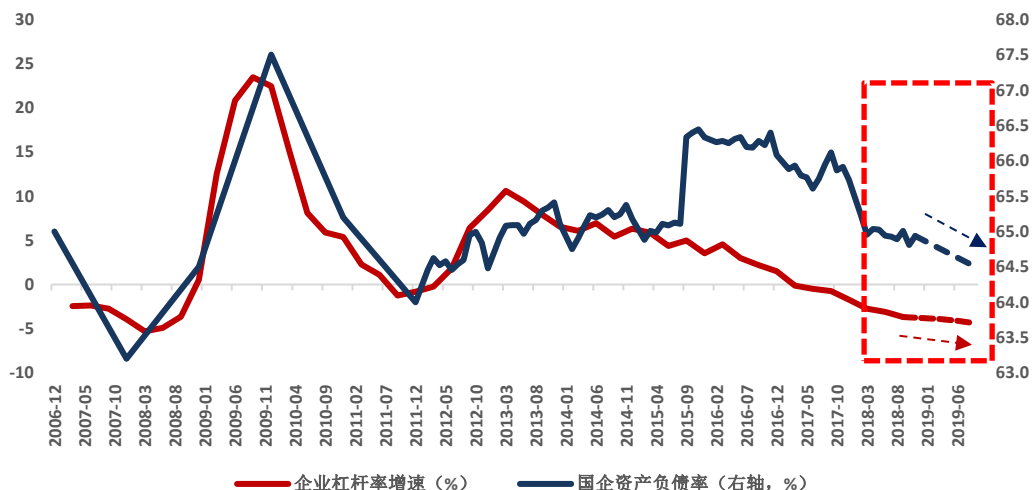
正文：

去杠杆是过去两年多来我国宏观经济运行的重要逻辑主线。在前期全球经济向好的大背景下，我国通过对杠杆率的主动约束，有效遏制了各部门债务的攀升速度。但随着近期国内外经济下行压力增大，去杠杆似已发生结构性变化，不同部门差异明显。谁在去杠杆，谁又在加杠杆？整体杠杆率究竟何去何从？这些直接关乎未来货币的企稳及经济的走势。

### 一、谁在去杠杆？

在坚持结构性去杠杆的基本思路下，国企加杠杆仍受到严格限制。国企债务总量占非金融企业的 60%以上，基本主导了企业杠杆率的变化方向。根据 2018 年 9 月国办印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，从 2017 年底至 2020 年底，国企资产负债率应下降两个百分点。根据财政部的最新数据，目前才下降 0.8 个百分点左右。在此情境下，国企资产负债约束仍将掣肘其杠杆增速的抬升。民企方面，当前信用风险依然较高，尽管已出台不少纾困措施，但规模与效果仍有待观察，民企加杠杆仍面临较多困难。

图 1：资产负债约束掣肘国企加杠杆



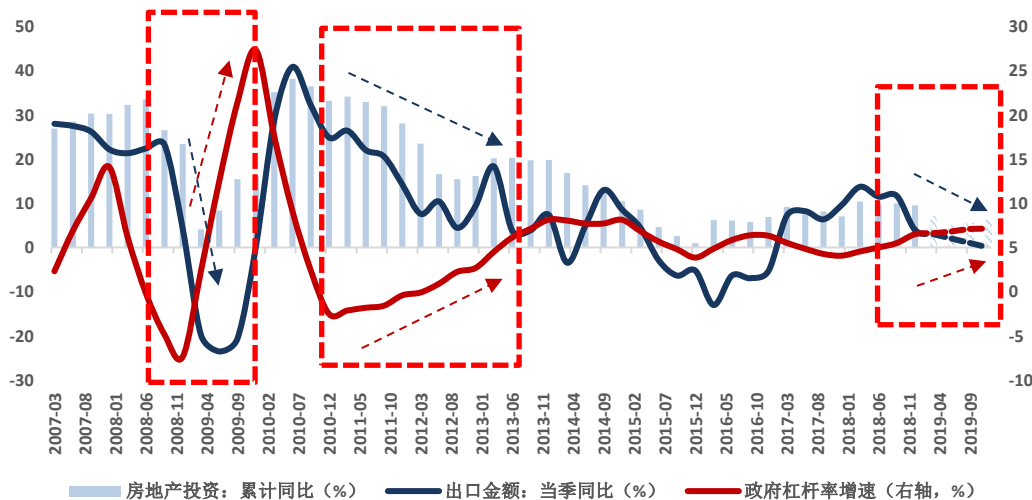
数据来源：WIND

注：1.杠杆率按照 BIS 的口径进行测算，下同。2.2015 年国企资产负债率的跳升或与当时部分隐性债务划归国企有关。

## 二、谁在加杠杆？

随着逆周期调节政策的加码，政府杠杆率增速将继续回升。政府杠杆率与逆周期调节政策密切相关。按照历史规律，经济下行压力较大时，政府杠杆率增速通常显著增加。展望 2019 年，内外需放缓的叠加共振将促使政府杠杆率增速上升。

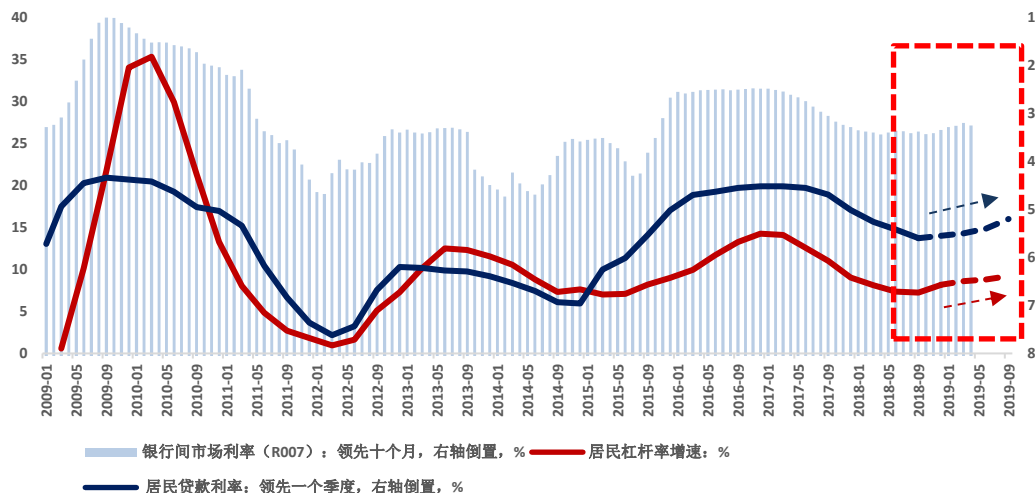
图 2：经济下行压力加大，政府杠杆率增速有望抬升



数据来源：WIND，IMF

随着银行间市场利率下行向房贷端的传导，居民杠杆率增速或将小幅回升。居民举债大多用于房地产购置（按照 BIS 数据测算，2017 年居民房贷和公积金贷款共占居民债务的 66.17%），其杠杆率增速对房贷利率十分敏感。随着房贷利率筑顶下行，居民杠杆率增速也有望逐步抬升。但基于房价及民生方面的政策约束，今年居民杠杆率的上升幅度或将有限。

图 3：房贷利率筑顶下行，居民杠杆率增速将小幅回升

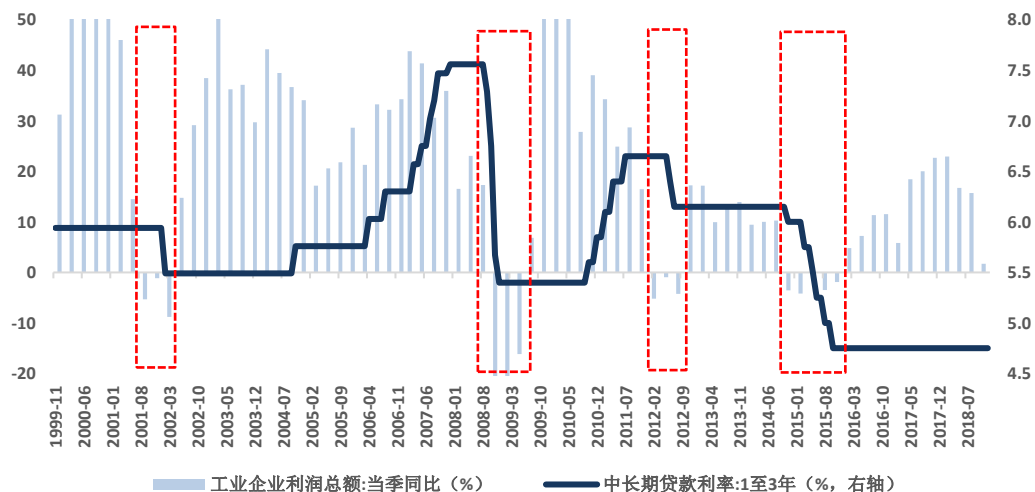


数据来自：WIND

注：此处对银行间市场利率进行了五个月移动平均处理。

值得一提的是，纵观历史，当工业企业利润增速为负时，贷款基准利率下调的窗口就随之打开。从这个角度来看，利率或许并非由央行直接“决定”，而是与实体经济的资本回报率息息相关。近期统计局公布的11月企业利润同比增速已经为负，央行降息的概率正在加大，这也将对各部门杠杆率增速的抬升形成支撑。

图4：企业利润增速转负，基准利率下调的概率加大

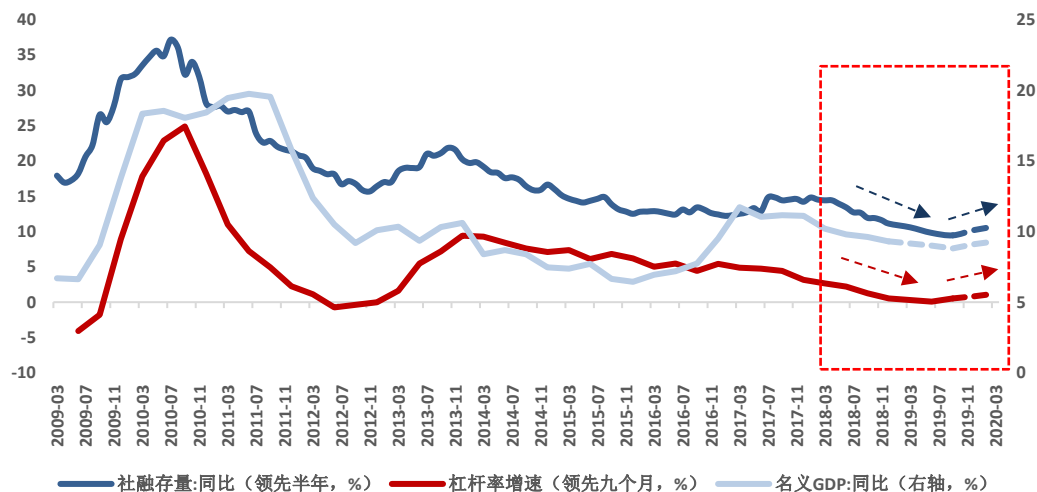


数据来源：WIND

### 三、杠杆如何影响经济？

尽管上述各部门杠杆率变化不尽相同，但综合看，整体的杠杆率增速事实上已从去年四季度开始小幅回升。随着经济下行压力加大，未来相关主体举债的约束有望进一步放松，整体杠杆率增速可能继续抬升。受此影响，资产端信用扩张势必逐步推进并促成社融增速回升，从而助力下半年宏观经济企稳。

图5：整体杠杆率增速回升，助力下半年经济企稳



数据来源：WIND

#### 四、基本结论

一是随着国内经济下行压力增大，去杠杆已发生结构性变化，不同部门之间差异明显。在结构性去杠杆的基本思路下，国企加杠杆仍受到严格限制。民企方面，尽管已出台不少纾困措施，但当前信用风险依然较高，短期内民企加杠杆仍面临较多困难。

二是逆周期调节政策作用下，政府和居民杠杆率增速将有所回升。内外需放缓将促使政府杠杆率增速抬升。随着银行间市场利率下行向房贷端的传导，居民杠杆率增速也将小幅回升。历史上，当企业利润增速为负时，贷款基准利率下调的窗口就随之打开，目前该概率正在加大，或将支撑各杠杆率的抬升。

三是尽管上述各部门杠杆率变化不尽相同，但综合看，整体的杠杆率增速事实上已从去年四季度开始小幅回升。随着经济下行压力加大，未来相关主体负债端的约束将进一步放松，整体杠杆率增速有望逐步抬升。受此影响，资产端的信用扩张也将逐步推进并促成社融回升，从而助力下半年宏观经济企稳。

#### 【作者】

**伍戈**：经济学博士，研究员。长江证券首席经济学家，曾长期供职中国人民银行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖孙冶方经济科学奖获得者，并获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖、“远见杯”中国宏观预测季军。清华、复旦、人民大学兼职导师，中国金融四十人论坛（CF40）成员。

**文若愚、徐剑**：长江证券研究员。

**陈益津**：长江证券实习研究员。

扫描二维码关注：伍戈经济笔记

