2019 年一季度杠杆率数据发布暨研讨会

国家金融与发展实验室

2019 年 5 月 28 日

2019 年一季度杠杆率数据发布暨研讨会

伍戈

长江证券 首席经济学家

杠杆加减之间

核心观点：伍戈博士以“杠杆加减之间”为题，分析了影响国内杠杆变化的主要因素、各部门杠杆率未来的结构性变化，以及负债方（杠杆率）和资产方（社会融资总量）的变化对经济可能产生的影响。主要有以下三点：

第一，从宏观研究的角度分析，杠杆只是约束条件而非目标函数，宏观目标还是保持增长、控制通胀、充分就业和金融稳定。第二，国内杠杆增速的变化很大程度上与经济增速和内外需变化等目标函数相关。在外需下降的情况下，2019 年我国整体杠杆率将会温和抬升；结构上看，居民部门和政府部门会温和地加杠杆，国企去杠杆、民营企业加杠杆。第三，从资产方分析，受制于债务压力和外需变化，社会融资总量趋升未必能带动经济企稳，下半年经济或将温和波动。

伍戈：

谢谢李老师和晓晶的邀请。在过去的半年时间里，我在很多场合交流的时候都用了“杠杆加减之间”这个题目，但是每次讲的内容不完全一样。我谈几个观点，也算对于报告的评价。

第一，宏观研究做一个事情，就是方程求解，即有一个目标函数，有一个约束条件，然后在既定的约束条件之下进行宏观求解。经济学中最重要的题目是，世界资源是有限的、人的欲望是无止境的，但是我们又希望实现个人、企业和国家效用的最大化，在这个约束条件下如何实现目标函数的最大化，这是宏观经济学能够做的事情，也只能做这些而已。杠杆到底是目标函数还是约束条件？我认为最多将其看作约束条件，宏观目标还是增长、通胀、就业和金融稳定。客观来讲，经过这么多年的改革开放，特别是在房价等一系列变化和地方政府大量加杠杆之后，杠杆率确实成为很多宏观决策掣肘的约束条件。但是，我们不能轻易地把目标函数变成约束条件，把约束条件变作目标函数。我觉得还是得正本清源，我们的目标函数是清晰的，是要实现“中国梦”，跨越中等收入陷阱，要充分就业、要保持合理的物价、保持房价相对稳定、维持国际收支平衡，因此杠杆只能是约束条件，而不能成为目标函数，否则就会出现很多问题，我们在思路和政策上会出现反复的摇摆。

第二，国内杠杆的变化，或者说杠杆增速的变化，在很大程度上是与我们的目标函数相关的，包括与经济增速目标相关、与国内外需求的变化相关。2002 年我国加入 WTO 一直到 2007 年左右，国内杠杆率的上升非常有限，甚至是下降的。因为外需很好，内需不需要大量的刺激，整个经济实现很好的增长。从这个意义上说，杠杆变化不是以人的意志为转移的，而是与目标函数有关。

所以刚才晓晶的报告以及邢自强的观点我都认同，在外需下降的情况下国内预计会加杠杆，但要把握好度。

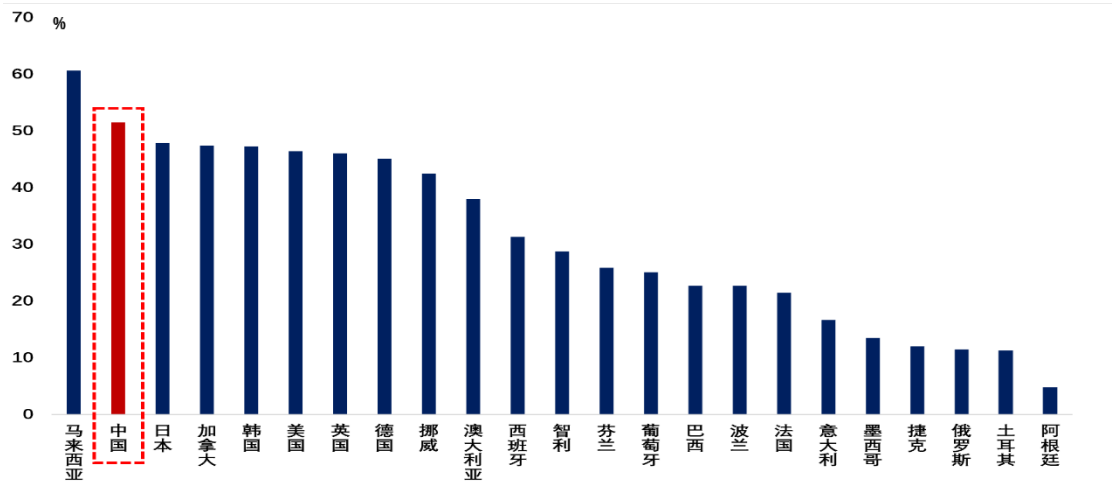

图 1　中国居民杠杆率与各国同等人均 GDP 阶段相比

数据来源：World Bank，BIS,WIND，笔者测算。

具体到部门杠杆率，中国居民部门杠杆率偏高是不争的事实，但在做国际比较时总是一些把我国居民部门杠杆率和现在美日欧的水平相比，我认为这是有问题的，应该跟他们年人均 GDP 在 8000 到 10000 美元的时候相比。相比之下（图 1），中国的居民杠杆率虽高，但不是出奇的高，这里我与晓晶的看法是一致的。一个最近市场在困扰的一个很重要的问题是，担心居民杠杆率的提高会对消费产生负面影响，进而影响到经济。但事实上，我们现在所看到的一些碎片化的证据是，在居民杠杆率上升比较快的地区，消费的增速是在上升的。微观上认为房价过高所致的居民部门杠杆率的高企会对消费产生负面影响，但是宏观的理解不同于微观，“节俭是美德”在宏观上是悖论。宏观上看，目前还没有看到居民杠杆率高对消费产生负面作用。日本和韩国居民杠杆率比咱们更高的时候，总需求政策、逆周期调节、利率政策的效果依然非常显著。

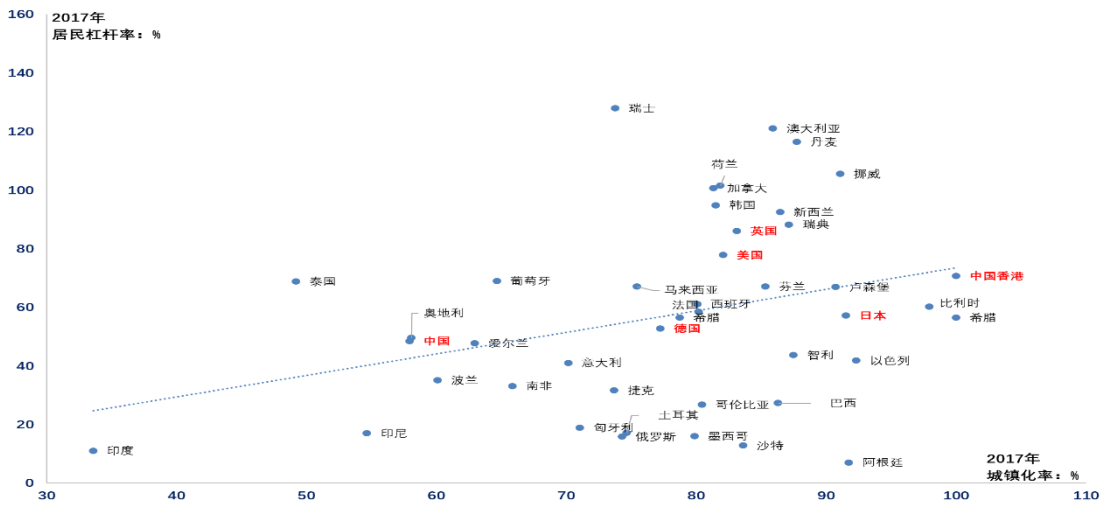

图 2　城镇化进程带动居民杠杆的长期抬升

数据来源：World Bank，BIS，WIND.

这几年我一直在关注居民部门杠杆率上升的原因，短周期与利率相关，但从长周期来讲，就与城镇化率相关。我们城镇化率按照常住人口算是 60%、按照户籍算是 40%，并且中国处于非常标准化的路径上，中国城镇化率正好对应居民部门杠杆率，这意味着什么？我不知道中国能不能跨越中等收入陷阱，但是中国的城镇化率一定会上升，那么客观上讲，居民的杠杆率也一定会上升，这两者之间不光是相关关系，还有因果关系，长期看城镇化率上升是居民杠杆率上升的原因。基于此，我们可以深刻理解到居民杠杆率的未来，随着银行间市场利率向房贷利率的进一步传导，居民杠杆率还会上升，短周期会上升，长周期也会上升。

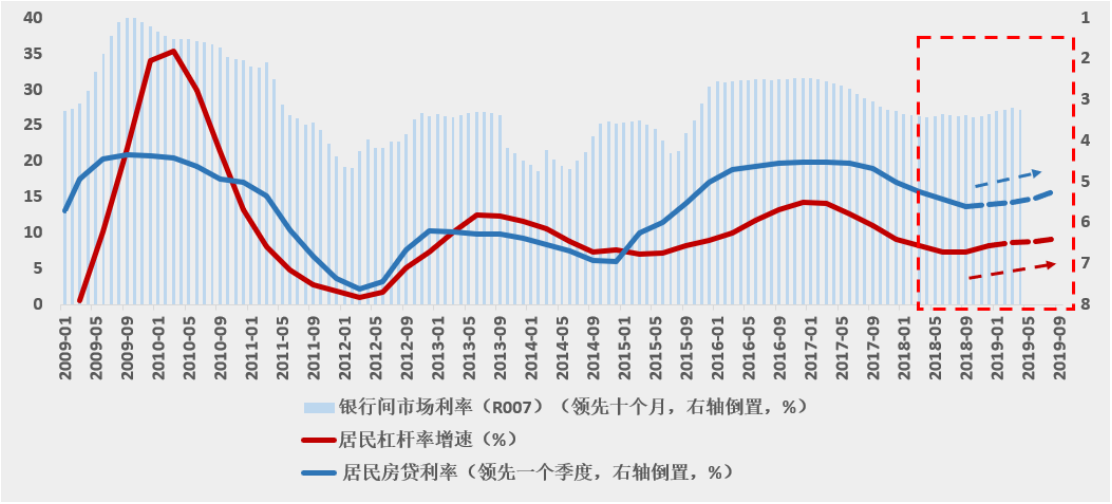

图 3　居民杠杆率有望回升

数据来源：WIND，长江证券研究所。

图 3 显示，从去年四季度开始居民杠杆率已经在上升，虽然 4 月份银行间利率相对稳定，但是并不妨碍房贷利率进一步下降，因为银行间市场利率对房贷利率是有传导关系的。所以，如果房贷利率形势不变，我们对未来居民部门的杠杆率的上升趋势是不怀疑的。政府部门杠杆率方面，基建投资虽有各种掣肘，但是事实胜于雄辩，政府部门近期在加杠杆。

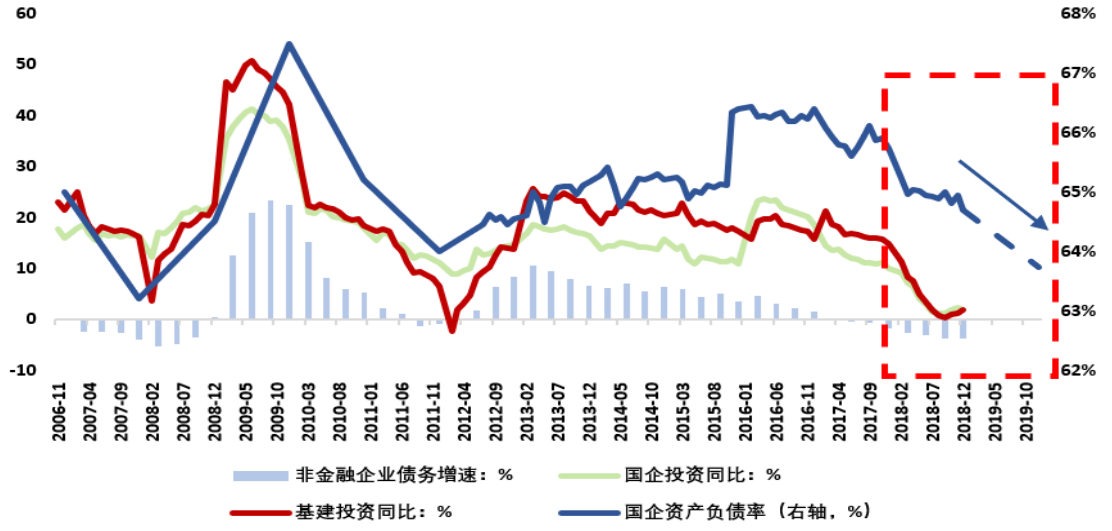

图 4　国企去杠杆仍在路上，或将掣肘基建投资？

数据来源：WIND，长江证券研究所。

国企杠杆率方面，也许是社科院的学者发挥的作用，使得去年下半年国务院发了一个很重要的文件，未来国企资产负债率在未来一到两年要下降 1 至 2 个百分点，受此影响，国企其他指标，如国企投资等都会受到约束（图 4）。

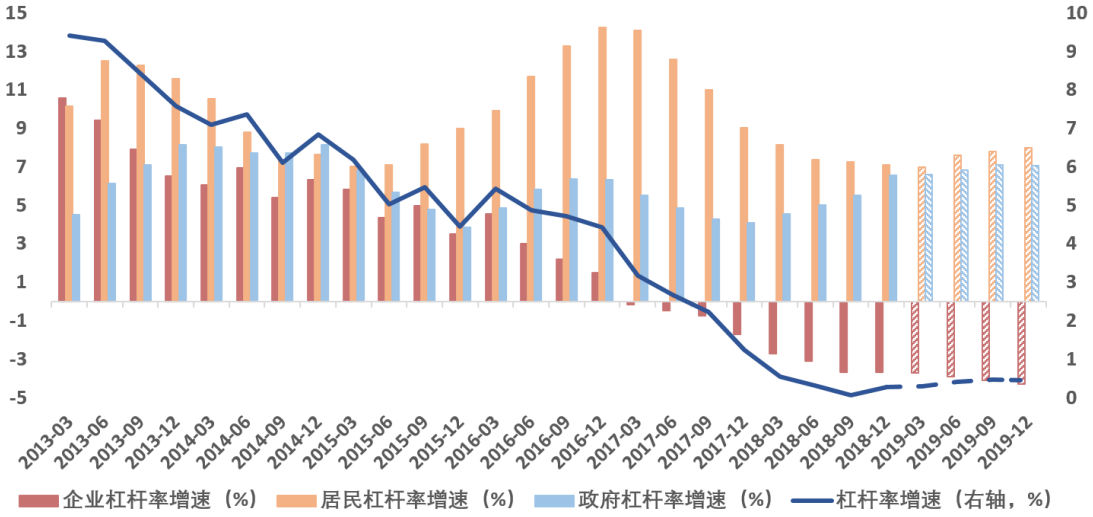

图 5　谁在加杠杆？谁在去杠杆？

数据来源：WIND，长江证券研究所。

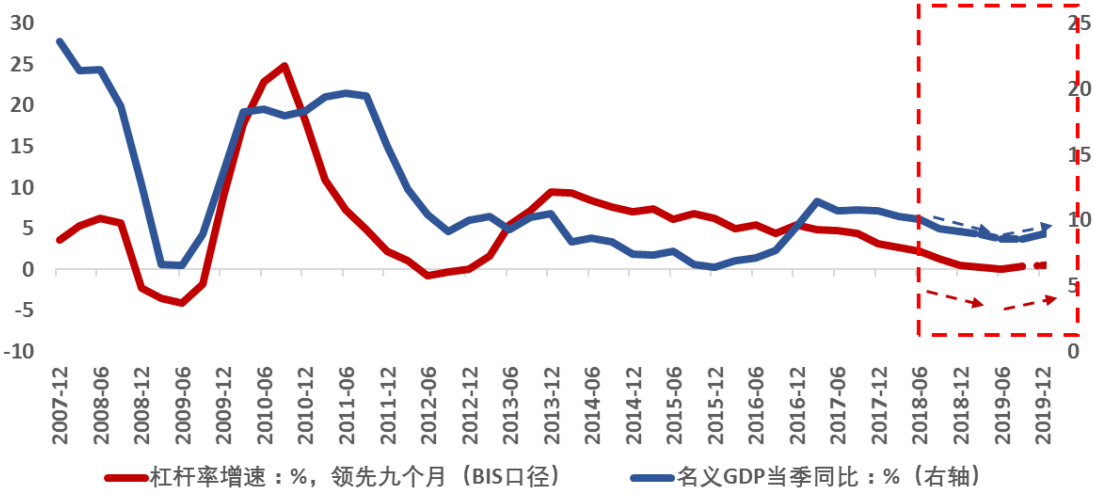

图 6　整体杠杆率企稳，助力下半年经济企稳

数据来源：WIND，长江证券研究所。

图 5 模拟了 2019 年杠杆率的变化情况，居民部门会温和地加杠杆，政府部门也会加杠杆，国企去杠杆、民营企业加杠杆，整体杠杆率可能是处于一个温

和抬升的态势，晓晶说的大幅上升是绝对水平，因为去年基数确实低，就杠杆率的增速而言，今年是温和上升的。从图6来看，杠杆率的温和上升对经济确实有帮助。

第三，我们刚才谈杠杆率是看债务方，再看其镜像的资产方，社会融资在很大程度上可以表现出资产方的变化。我们认为银行间市场利率还会持续下行，这不是由当前的经济形势决定的，或许是由半年前的中国经济状况决定的。我们总说货币是经济的先行指标，但有时候实体经济是货币的先行指标。央行可能是国家部委中反应最快的，但它对整个经济的反应也滞后了将近半年，GDP 增速已经下降了半年央行才采取“宽货币”政策，我们也能感觉到银行间市场利率的变化，而且它对融资的资产方的影响很大。

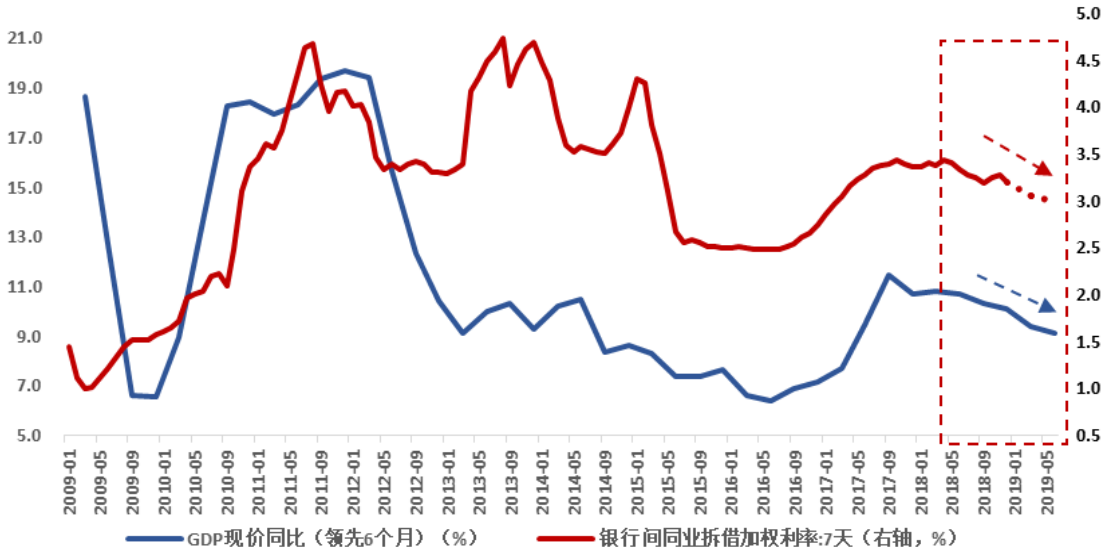

图 7　“宽货币”已持续近一年

数据来源：WIND，长江证券研究所。

在银行间市场利率持续下降的过程中，融资意愿的修复分为三个步骤，首先是票据债券回暖，然后是信贷整体放量，最后是表外融资回升。首先，随着

银行间市场利率的下降，票据回暖的现象非常明确，已经持续了一年多时间，和过去的历史规律相同，这是一个非常自然的市场化的进程。第二，银行间市场利率继续下降，随着银行间市场利率的传导，贷款利率会继续下降，且领先贷款利率大概6个月的时间，贷款余额已经在企稳回升了。第三，银行间利率进一步下行，表外的同比增速虽然为负，但是二阶导数已经转正。从表外的增量看，中央政府的监管政策成为了很重要的逆周期调整政策。2018 年 6 月，表外增量收缩得最剧烈，之后收缩幅度在逐步减小，今年一季度到现在表外融资已在边际上出现增量。为什么庖丁解牛说这些细节呢？说明此轮信用修复的趋势和过去几轮信用扩张、修复没有本质区别，都经历了“三部曲”——先是票据触底回升，然后是信贷触底回升，最后是表外存量触底回升。所以，我们对于债券的资产方同债务的判断是一样的，这是一个硬币的两面。

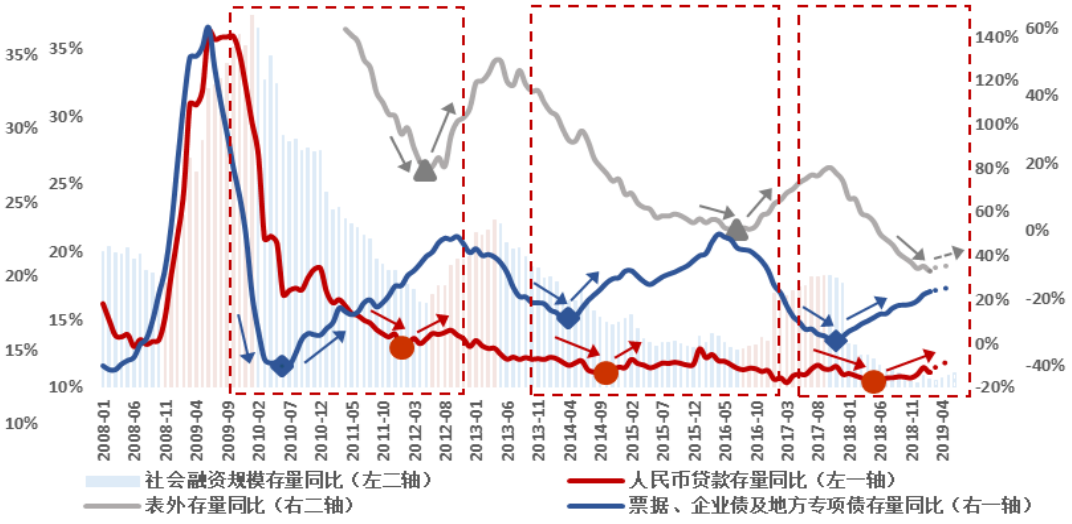

图 8　信用收缩已至尾声或拐点

数据来源：WIND，长江证券研究所。

从某种意义上来说，市场上喜欢把社融当做实体经济的领先指标，就像杠杆率回升会领先经济一段时间，但是杠杆率和社融的上升并不必然代表着国内

经济一定会企稳。因为杠杆率和社融有致命的缺陷，它们只代表国内经济的动态，在过去好几轮周期中，社融企稳、杠杆率上升，但是经济增速没有上来，就是因为外需的掣肘比较强烈。另外，债务压力也是一个约束条件，而且这个约束条件正变得越来越强烈，因为债券融资中还本付息占比很高，债务融资中真正用于新增投资的很少，绝大部分都是用于还本付息。在这种情况下，单位融资或单位社融对投资的拉动作用在边际递减。如果根据今年一季度杠杆率和社融的表现，可以判断整个经济将在四季度有明显抬升，但是考虑到债务压力，经济抬升的势头将减小，如果再考虑外需的变化，整个下半年经济抬升将会更小，中国经济的走势会变得越来越扁平，或将温和波动。

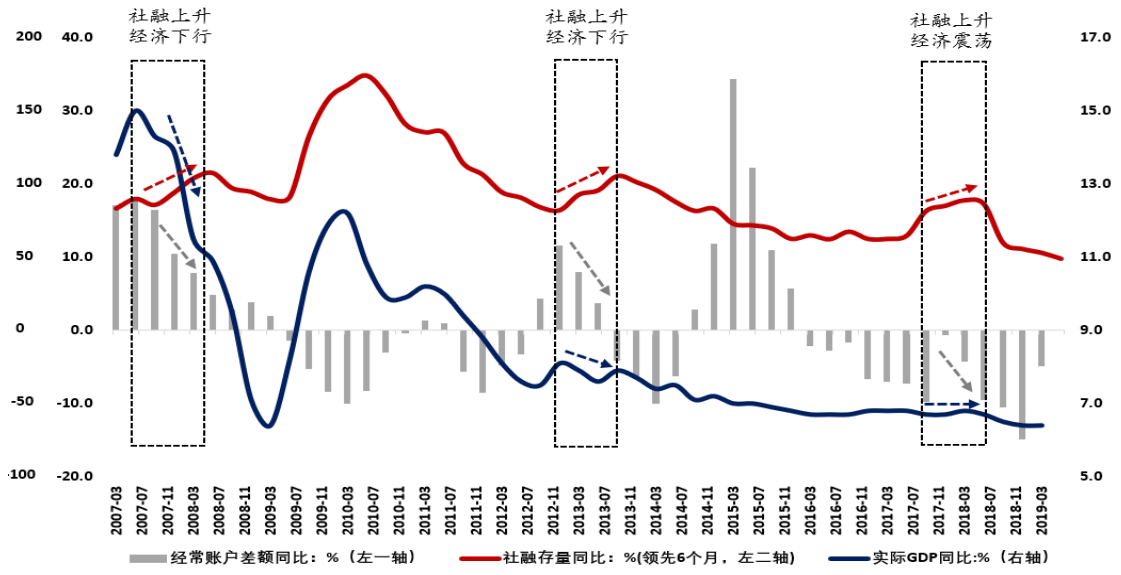

图 9　外需拖累下，社融上升未必指示经济企稳

数据来源：长江证券研究所。

注：1.为了排除成本冲击所带来的价格扰动，文中采用 GDP 实际同比，但名义值不影响结论。2. 对经常账户差额进行了平滑处理。

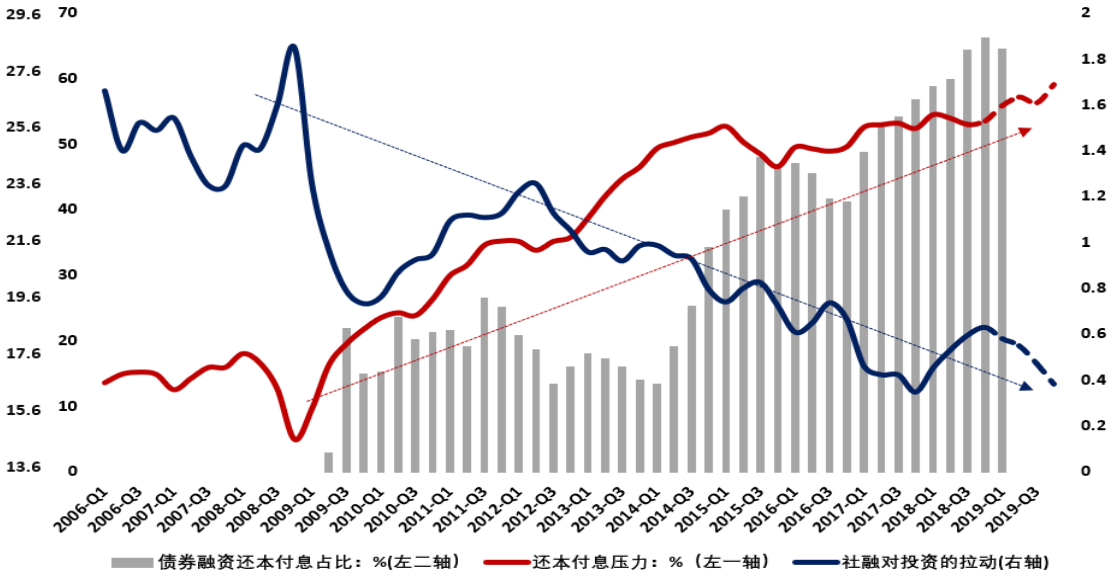

图 10　受制于债务压力，社融对投资的拉动作用还将减弱

数据来源：长江证券研究所。

注：1.还本付息压力为政府和企业的还本付息规模占 GDP 的比例（DSR），计算方法参考 BIS。2.债券融资还本付息占比为信用债发行中用于还本付息的比例。3.根据社融对经济的历史领先关系，将社融对投资的拉动定义为“固定资产投资同比/6 个月前的社融同比”。

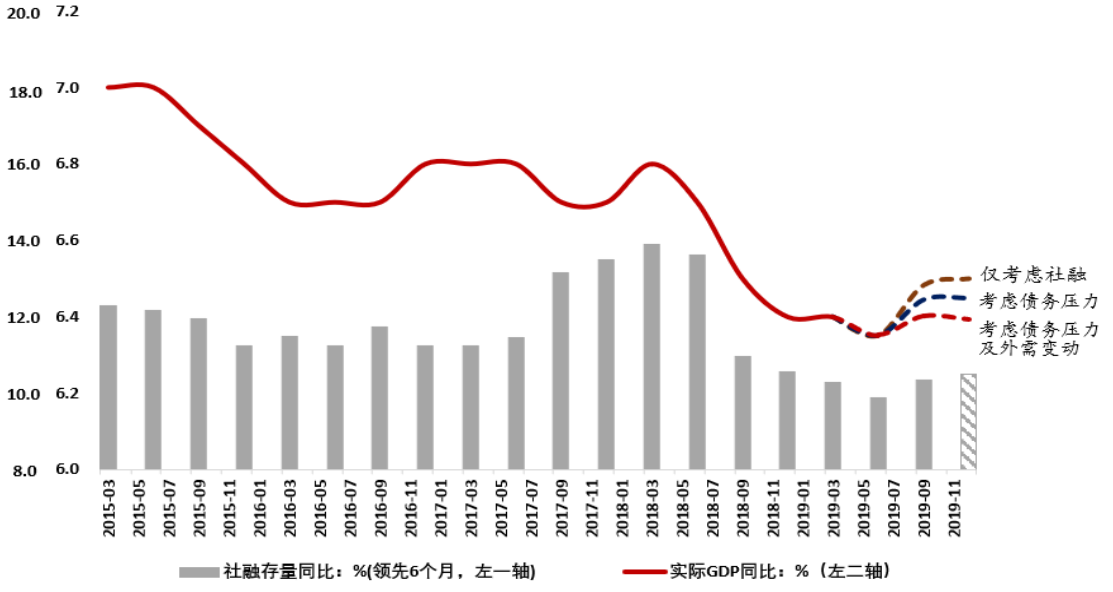

图 11　社融趋升但外需走弱，下半年经济或将温和波动

数据来源：WIND，长江证券研究所。

注：“仅考虑社融”是指仅依据社融预测经济；“考虑债务压力”和“考虑债务压力及外需变动”是指在社融基础上再考虑债务和外需因素来预测经济。

最后，我再谈一点结构性的问题，过去的去杠杆是在银根收缩（紧货币）的方式下实现的。从宏观角度来看，杠杆率是债务与GDP之比，分子是债务，分母是GDP，如果银根收缩，那么分子和分母都会收缩，按道理比值无法确定。但是为什么去年宏观杠杆率会下降呢？我们分别计算了债务和GDP对利率的弹性，发现与GDP相比，中国的债务对利率更加敏感。这使得银根收缩后，分子比分母减少得更快，所以出现了宏观杠杆率下降的情况。

但是我们也知道，在现实中通过紧货币来降低宏观杠杆率是很难持续的。利率对于名义GDP的负向领先作用是非常清楚的，约领先1年。此外，去年下半年的债务违约也与我们通过紧货币来实现去杠杆有关。

我一直很困惑，为什么去杠杆是如此漫长复杂的过程，为什么过去数十年新兴市场国家和发达国家杠杆率上升之后就难以下降？这是一个全球性的现象，是由于投资回报率下降、老龄化，或是其他原因，还有待深入研究。

关系到中国，我认为去杠杆不仅关乎总需求政策，可以通过国企改革、财税改革、金融改革降低宏观杠杆率的分子，通过劳动率要素、资本要素、生产率的改善提高杠杆率的分母，从而进行去杠杆。我很认同晓晶的观点，包括对国有企业的约束、对地方政府的约束，其实资本市场也能发挥更多的作用，比如股权融资、债权融资等，很多结构性的改革还是必要的。我希望通过对去杠杆进行讨论分析，能够引发大家反思中国的经济增长模式和改革的方向。