

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

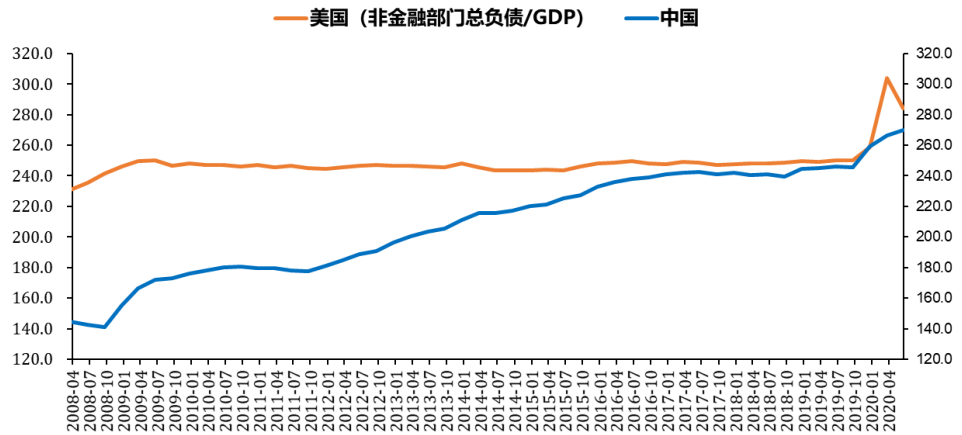
图表目录

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%。

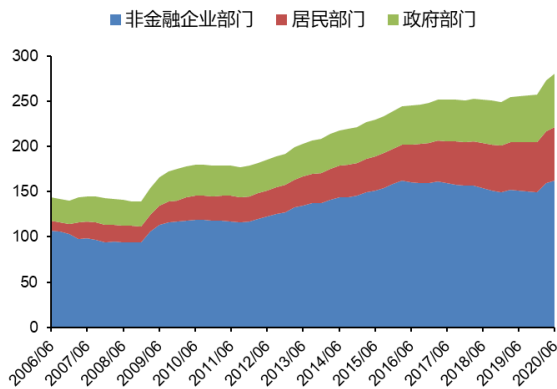
图 1：中美实体经济杠杆率对比（%）



资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

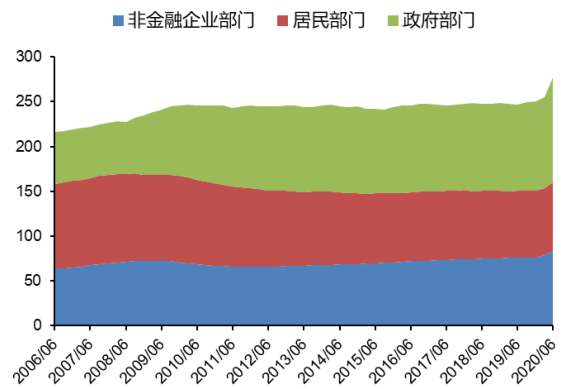
疫情期间，中美两国实体经济杠杆率均有提升，分别从 2019 年四季度的 245.4%、250.02% 提升至 2020 年第三季度的 270.10%、284.13%，提升幅度分别为 24.7% 与 34.1%。期间美国实体经济杠杆率的提升幅度较中国更快，当前实体经济杠杆率的绝对水平也更高。

图 2：中国杠杆率结构（%）



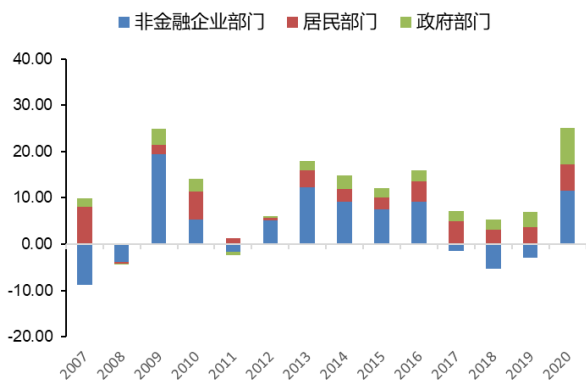
资料来源：BIS、天风证券研究所

图 3：美国杠杆率结构（%）

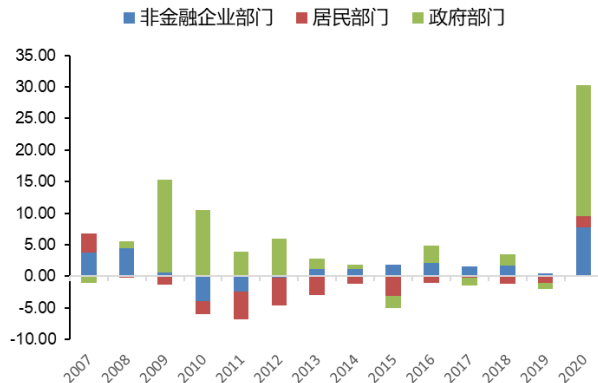


资料来源：BIS、天风证券研究所

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（%）

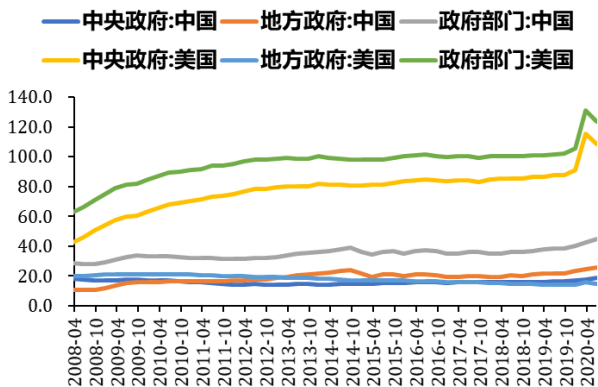
	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2008Q1
美国实体经济杠杆率（%）	284.13	304.18	258.94	250.02	250.38	231.45
中国实体经济杠杆率（%）	270.10	266.40	259.30	245.40	246.00	145.90

资料来源：WIND、中国社科院、FED、天风证券研究所

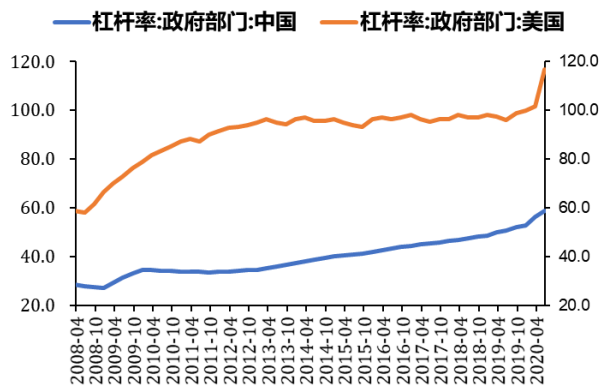
1.1. 中美政府部门杠杆率对比

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。

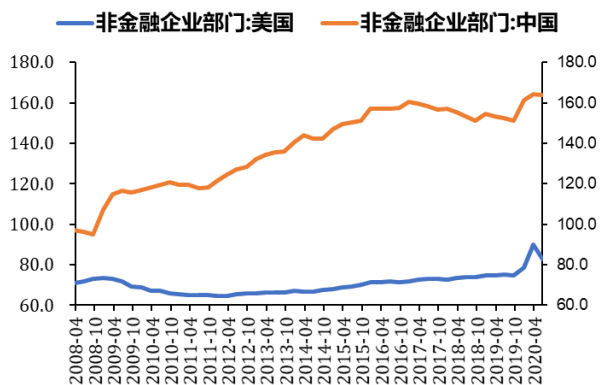
中国方面，截至 2020 年三季度，中国政府部门杠杆率为 44.70%，较 2019 年四季度提升 6.4%，其中，中央政府与地方政府杠杆率分别提升了 2.3%、4.1%。

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%。

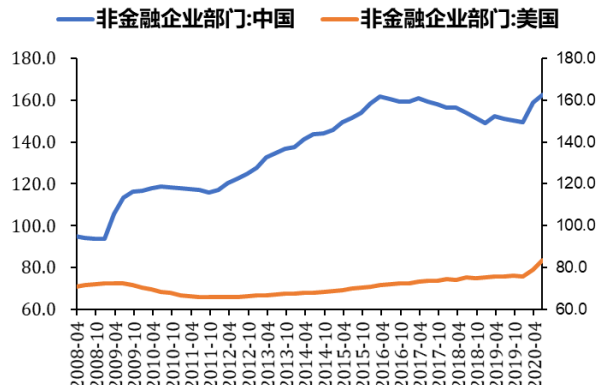
与此同时，中国非金融企业部门先快速加杠杆，后经历严格的稳杠杆、去杠杆进程，至疫情前，中国非金融企业部门杠杆率从 2008 年一季度的 97.7% 大幅提升 53.6% 至 151.3%。

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。

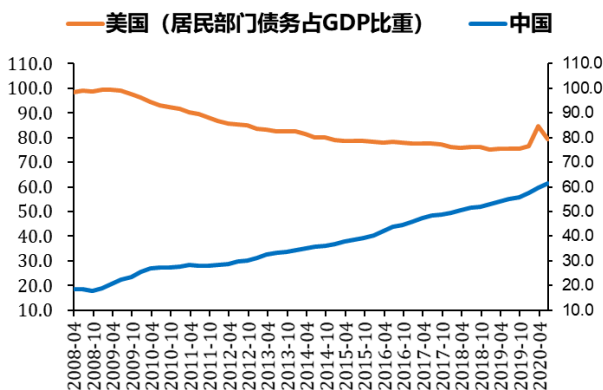
中国方面，截至 2020 年三季度，中国非金融企业杠杆率为 164.0%，较 2019 年四季度上行 12.7 个百分点。与中国居民杠杆率在疫情期间的持续提升不同，2020 年三季度中国非金融企业杠杆率较二季度降低 0.4 个百分点，原因是中国非金融企业部门负债较高，受 GDP 波动的影响更明显。

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%。

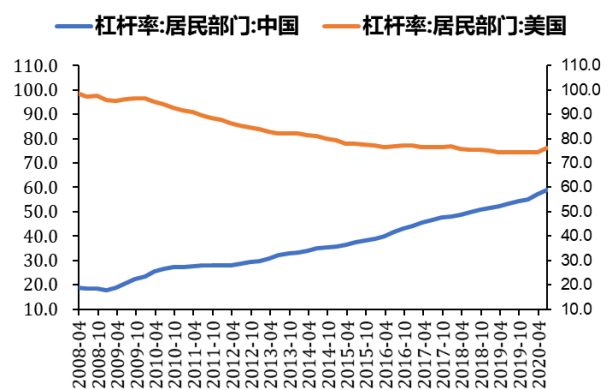
与此同时，中国居民部门加杠杆进程启动，至疫情前，中国居民杠杆率从 2008 年一季度的 18.8% 提升 37.0 个百分点至 55.8%。

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
中国居民杠杆率（%）	61.40	59.70	57.70	55.80	55.10
美国居民杠杆率-BIS（%）		76.20	74.40	74.50	74.50
中国居民杠杆率-BIS（%）		59.10	57.20	55.20	54.40

资料来源：WIND、中国社科院、FED、BIS、天风证券研究所。注：对比主要参考社科院数据与 FED 数据，BIS 数据起参照作用，下同。

疫情期间，中美居民部门杠杆率均有所提升。

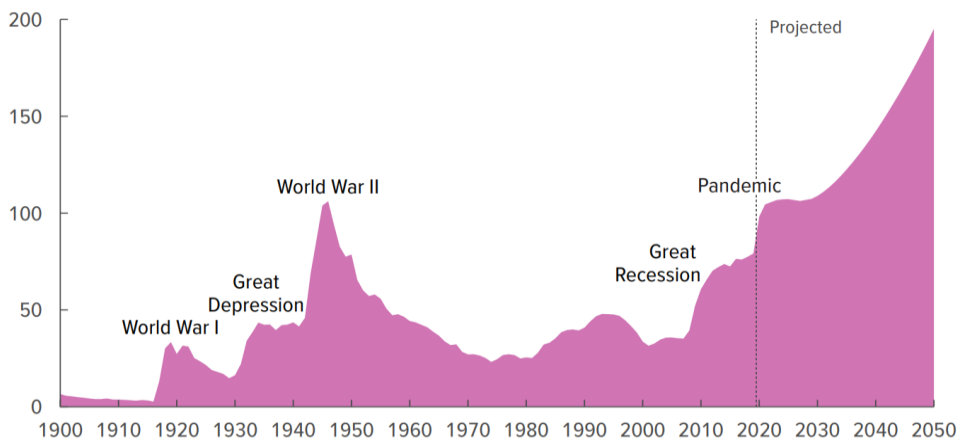
美国方面，截至 2020 年三季度，美国居民杠杆率为 79.4%，较 2019 年四季度上行 3.9 个百分点，较 2020 年二季度下行 5.3 个百分点。一方面原因是疫情期间美国居民部门债务有所提升，2020 年三季度美国居民债务较 2019 年四季度提升 2.53%；另一方面原因是疫情期间美国 GDP 的大幅波动，表现为三季度美国居民杠杆率较二季度明显降低。

中国方面，截至 2020 年三季度，中国居民杠杆率为 61.4%，较 2019 年四季度上行 5.6 个百分点。中国居民杠杆率在疫情期间呈持续上升趋势，主要原因是疫情期间中国 GDP 的波动较小。

2. 中美宏观杠杆结构与总量变化的启示

考虑到中国现代化宏观进程显著滞后于美国，于总量而言，美国历史可以作为分析的前提。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，美国国会预算委员会预计到 2023 年可能达到历史新高，即突破 1945 年前后的高度；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。

图 12：美国国会办公室预测的联邦债务率变化（%）

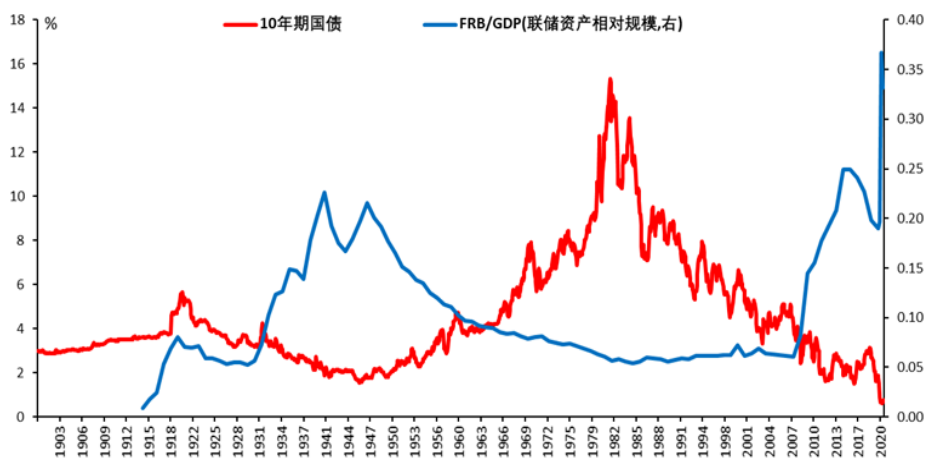


资料来源：CBO、天风证券研究所

有的时候历史的相似性其实就是周期的魅力，从宏观杠杆、债务率和联储资产负债表相对变化观察，当前美国就如同 1945 年前后，十年美债在 2008 年以前利率最低点恰好落在 1945 年 11 月 1.55%。而对应的各项杠杆指标正好在高点附近。

所以宏观加杠杆到峰值状态，利率处在历史低点，可能就是周期的必然。

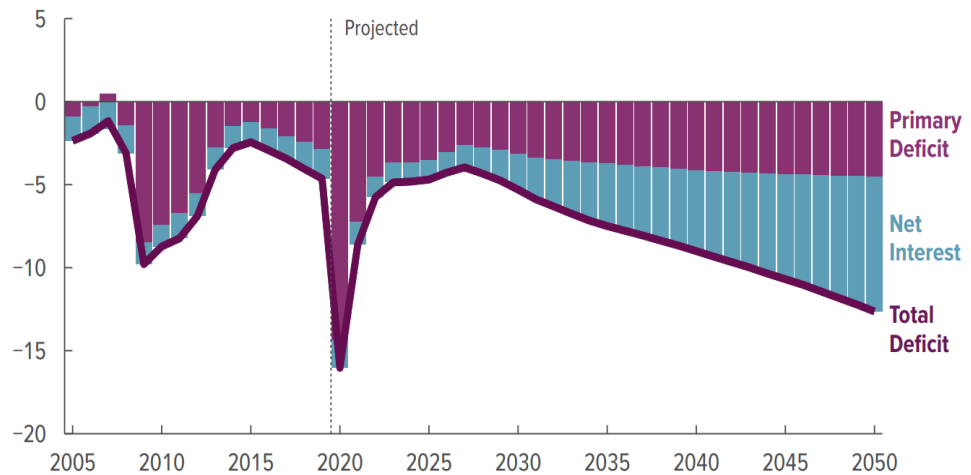
图 13：美国 10 年期国债收益率与联储资产相对规模（%）



资料来源：WIND、FRED、天风证券研究所

背后的原因其实很好解释，就如同美国国会预算委员的测算，存量债务杠杆过高意味着净付息支出的高企，低利率有助于宏观平衡，至少有利于政府宏观调控的平衡。

图 14：美国国会预算办公室预测的政府赤字率（%）



资料来源：CBO、天风证券研究所

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。

央行前行长周小川 2017 年 10 月 15 日在华盛顿出席国际货币基金组织/世界银行年会期间，在 G30 国际银行业研讨会上就中国经济前景发表的演讲，就明确谈到¹：

很多人可能会问，为什么企业会有这么高的杠杆率，为什么金融机构特别是商业银行愿意给企业提供这么多贷款。其中一个原因，也是很多经济学家指出的，中国地方政府通过各种融资平台借款，形成了较多的债务，这在统计上体现为企业部门债务，会导致企业部门债务高估。如果将这部分统计为政府债务，企业部门债务会大幅下降，政府债务相应上升，这种债务结构也更加平衡。因此，看待中国的杠杆率，不仅要看国有企业等企业部门债务和银行信贷问题，还应重视地方政府债务问题。

综合考虑中国实际上在次贷危机以后和美国并非大相径庭，而是大同小异。循着这个逻辑，我们可以有如下推论：

- 1、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；
- 2、宏观杠杆中最为重要的还是政府杠杆情况
- 3、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。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3397276/index.html>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com