

## 政府杠杆的尽头

2023 年 01 月 11 日

1 月 10 日，央行公布 12 月金融数据。12 月社融存量同比 9.6%，较前值走低 0.4 个百分点；12 月 M2 同比 11.8%，较前值走低 0.6 个百分点；M1 同比 3.7%，较前值走低 0.9 个百分点。

### ► 理财赎回大潮之下，12 月企业债过度收缩，企业中长贷异常扩张。

12 月企业债券融资-2709 亿元，为历史同期最差。12 月企业中长贷融资 1.2 万亿，为历史同期最高；同比增速 257%，创下历史最高记录。

11 至 12 月企业债券融资异动，**起因理财赎回引发债市大跌，企业债发行停滞。**

9 月后企业中长贷便进入持续扩张通道，11 月以后扩张速度加快。**主因有三，一则政策性金融工具加码；二则地产企业银行授信放松；三则制造业贴息信贷放量。**

### ► 2022 年金融数据反应私人信用连续收缩，政府逆势再加杠杆。

11 月以来企业债券融资下降过快，背后是私人部门风险偏好收缩；企业中长贷也持续超常扩张，背后清晰可见政府宽信用动机。

2022 年私人部门风险偏好逐步收敛，从地产到股票，再到理财，再波及至企业债券融资，私人部门信用逐步收缩。

2022 年政府部门信用持续扩张，只不过扩张渠道从专项债转为政策性金融工具，再到商业银行信贷投放；扩张手段从传统减税降费、基建投资，过渡至修复房企现金流量表，增扩制造业信贷投放。

**相较总量增速高低，“一半海水、一半火焰”的极致结构更能反应 2022 年中国金融主线——私人部门信用收缩，政府部门信用扩张。**

### ► 政府可以无限加杠杆么？政府杠杆的尽头是私人部门能否重启一轮投融资。

2022 年私人部门信用收缩幅度之大，政府杠杆力度之大，历史少见。这种私人降杠杆—政府加杠杆的极致模式可否永续？换言之，政府杠杆是否有尽头？

**国际经验表明，政府杠杆面临两个显性约束，外债占比过高，或国内通胀失控。**

但这并不意味着一个国家外债占比低，国内通胀偏低，就可以无限制政府加杠杆。政府杠杆还面临软约束，政府杠杆能否有助于修复私人部门资产负债表，帮助私人部门重启。

2022 年中国资产负债表告诉我们这样一个故事，当私人部门对未来信心受损，风险偏好异常收缩，此时政府部门杠杆所获资金，投放至私人部门，私人部门只愿意持有现金存款，不愿将资金转化为有效投资，也就无法有效撬动增长。这就是私人部门积累超额储蓄的底层原因，这种现状也即所谓的“流动性陷阱”。

**“流动性陷阱”之下，政府部门无论以何种力度扩张信用，私人部门依然无法有效重启一轮正常的投融资，经济发展迟滞。**

### ► 2023 年重要的不是政府杠杆空间几何，重要的是修复私人部门信心。

2022 年财政大幅扩张，预算内外财政扩表力度均不俗。然而 2022 年私人部门信心不足，企业和居民囤积大量超额储蓄。这说明 2023 年重要的不是政府再加多少杠杆，重要的是修复私人部门信心。修复居民信心，不仅需要打开疫情约束，更需要将疲弱的地产拉回正轨，因为房价是居民资产负债表的重要锚。

**既然方向明确，当前居民部门又持有十年难得一见的 7.4 万亿超额储蓄，对未来地产修复节奏和幅度，我们可以更乐观一些。**

**风险提示：**地产表现超预期；政策调控超预期；疫情超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

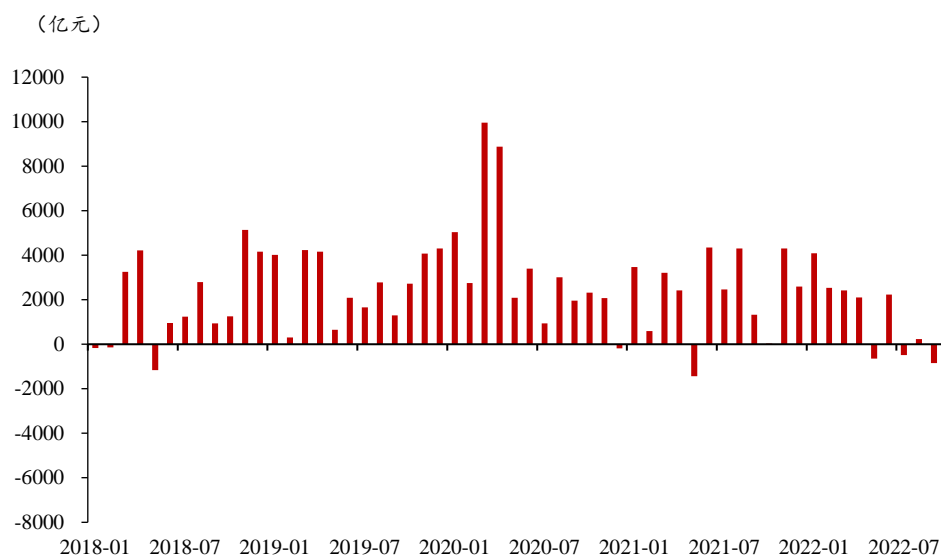
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

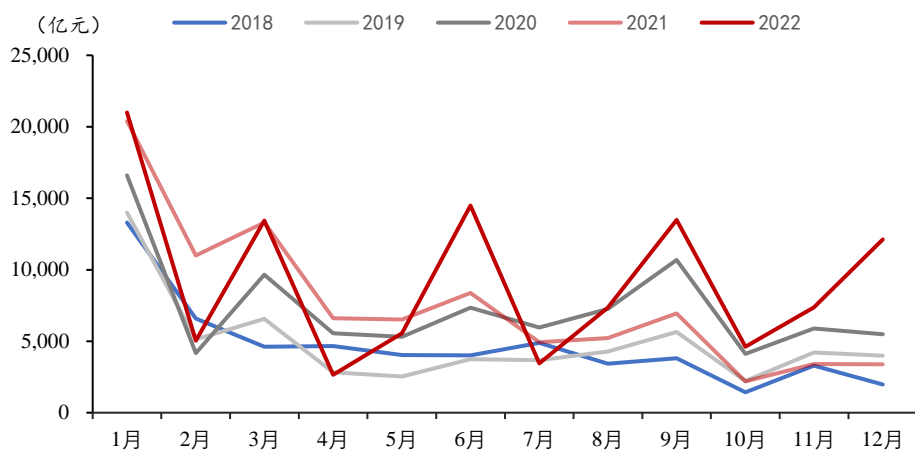
1. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08
2. 海外疫情系列研究（四）：疫情防控放开后会有报复性消费吗-2023/01/07
3. 宏观事件点评：超额流动性系列研究（三）：超额储蓄能否如期释放-2023/01/05
4. 宏观专题研究：疫情达峰后的消费修复路径-2023/01/05
5. 2023 年宏观经济及资产配置展望（六）：2023 年消费：场景修复后的反弹-2023/01/04

图1：12月企业债券融资大幅下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：12月企业中长贷同比大幅攀升



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026