专题研究

2020 年 2 月 1 日

中诚信国际

宏观经济

2021 年中国宏观杠杆率如何看？

概述

■ 回顾 2020：疫情冲击下再次步入加杠杆周期

➢ 2008 年金融危机以来，为了稳增长，中国经济经历了多轮加杠杆过程。2020 年，为了应对新冠疫情的冲击，中国经济开启了金融危机以来的第四轮加杠杆进程，全年非金融部门杠杆率攀升 24 个百分点达到 298%，远超 2019 年。

➢ **本轮加杠杆特点：加杠杆节奏快但持续时间较短，政府部门加杠杆明显**

· 从总量上来看，虽然 2020 年宏观杠杆率快速攀升，但主要是受新冠疫情冲击较大的一季度攀升较快，后三个季度宏观杠杆率增长逐步放缓。

· 从结构上来看，虽然非金融企业部门依然是加杠杆的主力，但随着政策调整，非金融企业部门杠杆率增幅明显收窄，四季度再度由升转降；在积极财政政策进一步加力的背景下，政府部门加杠杆明显；“房住不炒”基调下居民部门杠杆率平缓攀升，但四季度随着部分城市房地产市场回暖杠杆率再度快速攀升。

➢ **本轮加杠杆影响：有助于经济修复，但导致债务风险再度累积。**在新冠疫情这一非常规冲击下，政策果断采取宽松应对措施有其必要性。从加杠杆的效果来看，本轮加杠杆在对于风险缓释和经济修复发挥了重要作用，但加杠杆导致债务风险再度加剧，从中长期看信用风险仍不断累积。

■ 2021 年宏观杠杆率的影响因素

➢ 高债务水平制约稳增长政策空间，未来继续大幅加杠杆的可能性弱化。

➢ 出于避免债务风险尤其是非金融企业部门债务风险超预期爆发的考虑，未来更多还是稳杠杆为主，杠杆率大幅收缩的可能性同样较小。

➢ 经济持续修复，分母增长的加快，也将对宏观杠杆率变化产生一定影响。考虑到低基数的影响，在当前疫情管控较好等背景下，明年 GDP 增速或明显高于今年，经济增长的加快将在一定程度上为稳杠杆提供一定支撑。

■ 展望 2021：宏观杠杆率总体稳定，分化态势延续

➢ **非金融部门债务增速放缓，宏观杠杆率将保持基本稳定。**结合中央经济工作会议关于“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，我们认为 2021 年社融存量增速或从当前的 13.2%回落至 11%左右，通过存量信用债、企业部门债务占比等可逐步推算得到今年非金融部门债务或为 336 万亿元左右，宏观杠杆率增速将明显放缓，或较 2020 年小幅上升至 300%左右。但债务的大量累积将导致偿债付息压力加大，在 5%的利率水平下测得 2021 年还本付息规模将达到当年度 GDP 的 15%、当年新增社融的 54%，且尤其需警惕企业部门还本付息高压下债务风险超预期释放的可能。

■ **各部门杠杆率走势分化：**宽信用边际趋缓叠加监管持续，企业部门杠杆率或小幅升至 181.4%；政府部门杠杆率或升至 47.5%，增速放缓但增速仍居各部门之首；房地产市场低迷，居民部门杠杆率或基本持平，约 69.2%。

■ 小结

➢ 我们认为，2021 年宏观杠杆率的增幅将明显放缓，从结构来看，政府部门相对企业部门和居民部门杠杆增幅明显，杠杆率增幅居各部门之首。但是，评估 2021 年杠杆率走势及债务风险仍需关注政策调整的节奏和力度，尤其需要警惕超常规政策陆续退出导致“债务-通缩”压力的进一步显化，非金融企业部门债务风险加速释放。与此同时，防风险背景下仍需警惕地方债持续扩容存在的潜在风险以及地方财政偿付压力。

联络人

作者

中诚信国际研究院

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

相关报告：

新时期新战略，中央经济工作会议释放六大信号——2020 年中央经济工作会议点评，2020 年 12 月 23 日

CPI 同比转负，PPI 重拾升势--2020 年 11 月价格数据点评，2020 年 12 月 10 日

风险释放加快经济修复或“筑顶”，政策稳中求进关注风险资产结构性机会，2020 年 11 月 24 日；

经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020 年 10 月 29 日；

市场化改革将提速，八大重点内容值得关注--《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》文件点评，2020 年 5 月 24 日

从“稳”到“稳”、“保”并存，政治局会议释放出六大变化--2020 年 4 月 17 日政治局会议点评

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。