宏观研究

宏观杠杆率高点已过，即将自然回落

宏观事件点评 | 2020 年 11 月 27 日

报告摘要：

- **2020年三季度宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点**

  宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点。在未发生疫情的情况下，假定2020年名义GDP和债务保持平稳增长，到2020年三季度宏观杠杆率为254.7%；疫情发生后，截至2020年三季度，宏观杠杆率为271.9%，累计比无疫情情形提高了17.1个百分点。

- **GDP端是宏观杠杆率大幅上升主要原因**

  对前三季度宏观杠杆率上升因子进行分解，可以发现，今年一季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高9.4个百分点，GDP端和债务端贡献分别为6.7个和2.6个百分点；今年二季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高14.7个百分点，GDP端和债务端贡献分别为8.9个和5.6个百分点；今年三季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高17.1个百分点，GDP端和债务端贡献分别为9.6个和7.2个百分点。

- **2021年全年GDP增速预计达10%左右**

  用环比预测同比的方法预测2021年GDP，悲观情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.5%、8.8%、7.0%、5.9%，全年增速为9.9%；基准情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.6%、9.1%、7.5%、6.4%，全年增速为10.2%；乐观情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.6%、9.3%、7.9%、6.9%，全年增速为10.5%。也就是说，2021年中国GDP增速预计达到10%左右。

- **在GDP加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程**

  从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价GDP的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP增速将继续提高直到2021年一季度达到高点，这意味着2020年四季度和2021年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图11）。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但2021年没有持续收紧的必要。

- **风险提示：**通胀超预期、疫情恶化超预期、信用违约超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

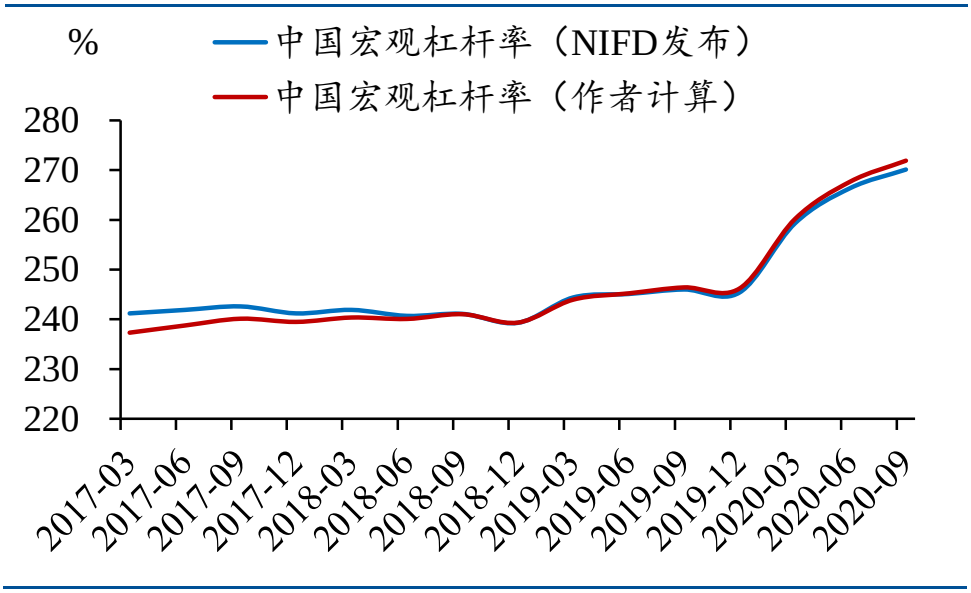
执业证号：S0100119110016
电话：010-85127665
邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

一、2020 年宏观杠杆率上升主要是 GDP 端贡献

社科院版宏观杠杆率与笔者计算误差不大。今年疫情以来，宏观杠杆率迅速上升。据社科院国家金融与发展实验室（NIFD）最新数据，2020Q3 宏观杠杆率为 270.1%，相比去年年底上升 24.7%。而笔者测算的 2020Q3 宏观杠杆率为 271.9%，和社科院版误差不超过 2 个百分点。宏观杠杆率大幅上升引起央行重视，易纲行长在论文中指出：“给定目前的发展阶段，趋势上看中国的宏观杠杆率还有可能上升，宏观调控的任务就是使杠杆率尽量保持稳定，从而在稳增长与防风险之间实现平衡，并为经济保持长期持续增长留出空间。”因此明年的宏观杠杆率走势至关重要。

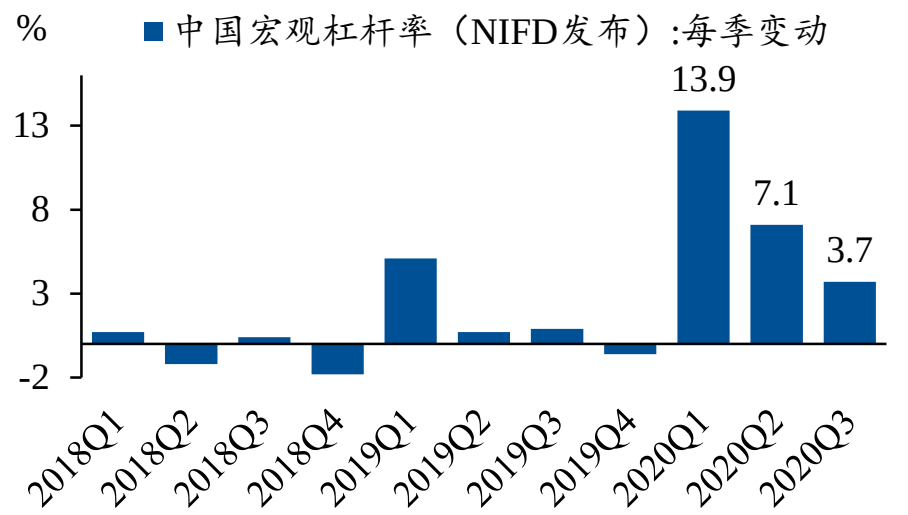
图 1：今年前三季度宏观杠杆率迅速上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

分季度看，宏观杠杆率涨幅呈逐季放缓态势。今年三季度杠杆率攀升 3.7 个百分点，相比一季度（13.9 个百分点）和二季度（7.1 个百分点），增幅快速回落；三季度杠杆率增幅趋缓的主因仍在于经济的强劲复苏，季度名义 GDP 同比增长高达 5.5%。10 月单月 GDP 同比增长 6.8%，经济报复性反弹正在出现，四季度 GDP 增速或恢复至潜在产出之上，将对四季度宏观杠杆率产生决定性的影响。

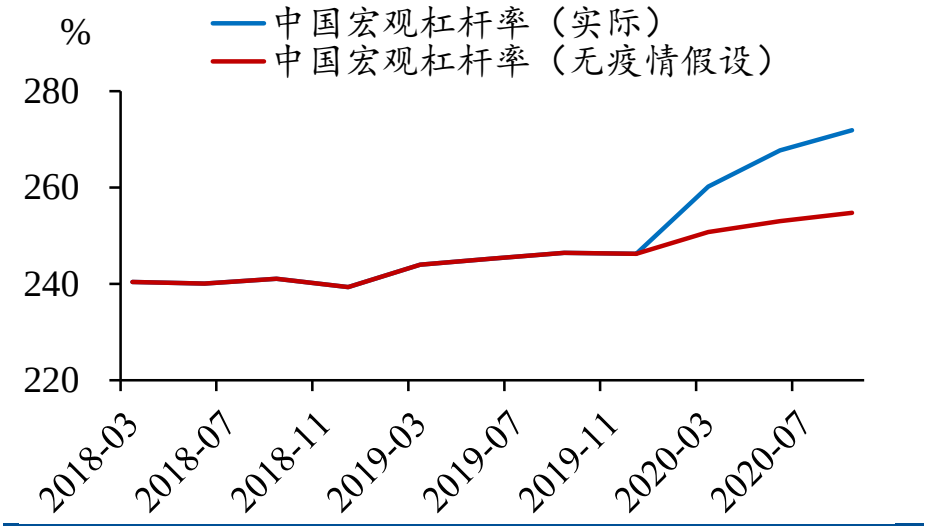
图 2：前三季度宏观杠杆率涨幅逐季下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

宏观杠杆率比无疫情情形累计提高 17.1 个百分点。在未发生疫情的情况下，假定 2020 年名义 GDP 和债务保持平稳增长，到 2020 年三季度宏观杠杆率为 254.7%；疫情发生后，截至 2020 年三季度，宏观杠杆率为 271.9%，累计比无疫情情形提高了 17.1 个百分点。

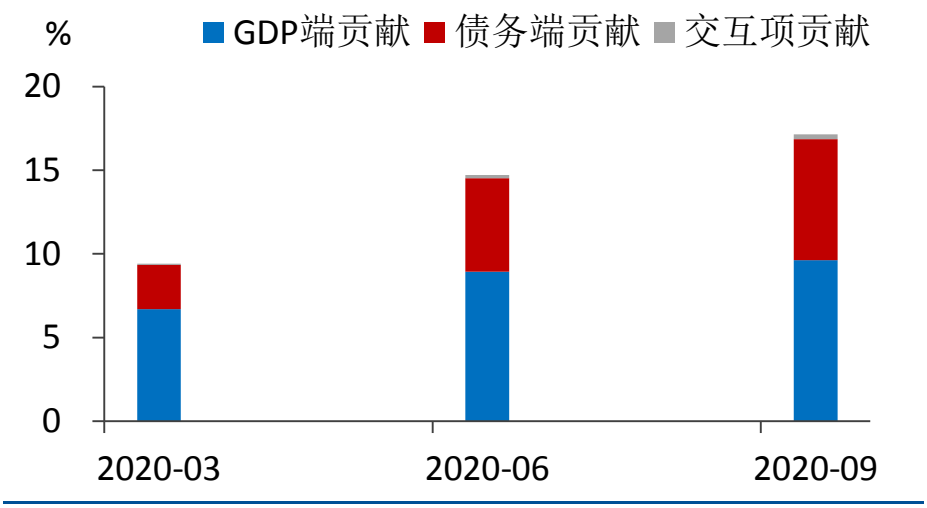
图 3：宏观杠杆率变动分解



资料来源：Wind，民生证券研究院

GDP 端是宏观杠杆率大幅上升主要原因。对前三季度宏观杠杆率上升因子进行分解，可以发现，今年一季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 9.4 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 6.7 个和 2.6 个百分点；今年二季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 14.7 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 8.9 个和 5.6 个百分点；今年三季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高 17.1 个百分点，GDP 端和债务端贡献分别为 9.6 个和 7.2 个百分点。

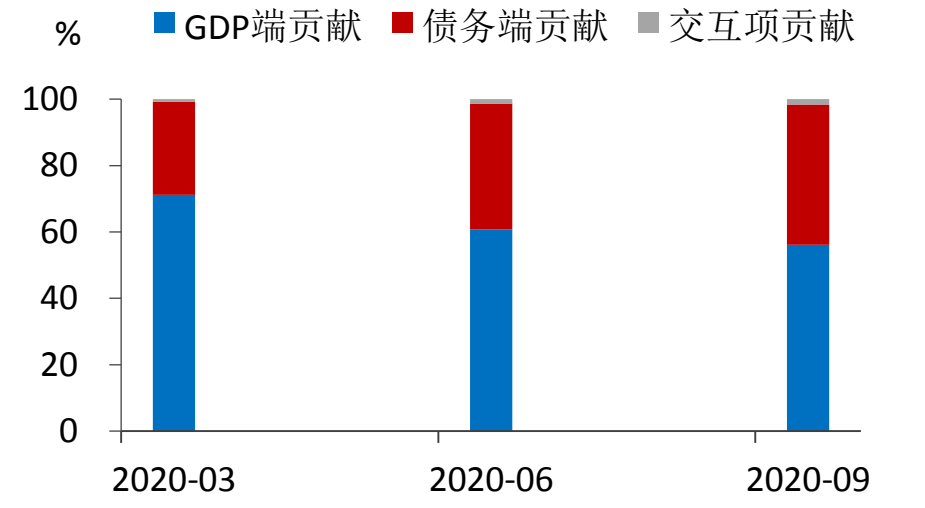
图 4：GDP 端是宏观杠杆率大幅上升主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

债务端对宏观杠杆率上升贡献率逐季上升。对前三季度宏观杠杆率上升各因子的贡献率进行分解，可以发现：GDP 端贡献，2020Q1-Q3 分别为 71.2%、60.8%、56.2%；债务端贡献，2020Q1-Q3 分别为 28.0%、37.9%、42.3%；交互项贡献，2020Q1-Q3 分别为 0.7%、1.3%、1.6%。可以看出 GDP 端的贡献率逐季下降，债务端贡献率逐季上升，这主要是因为二季度以来经济快速恢复，GDP 增速逐渐恢复；相比之下，今年疫情以来信贷社融增速逐渐上升，社融存量增速从今年 2 月的 10.7%上升至今年 10 月的 13.7%。

图 5：债务端对宏观杠杆率上升贡献率逐季上升

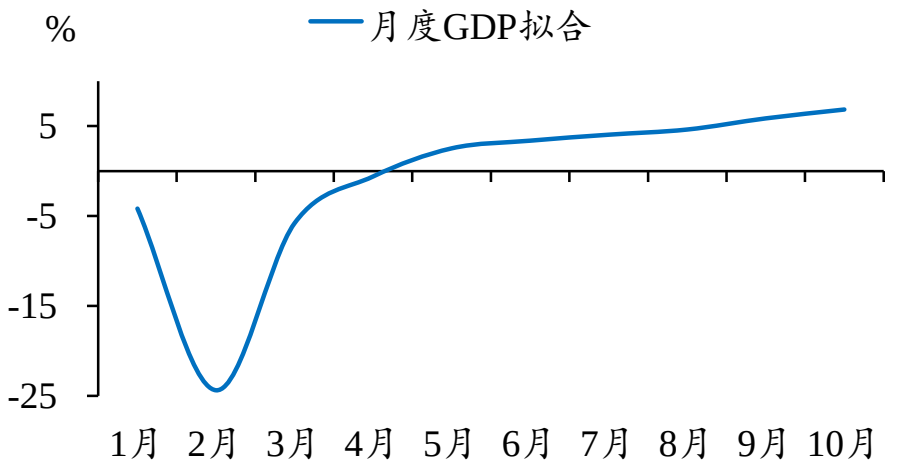


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、2021 年中国经济预计强劲反弹

经济报复性反弹正在发生。按照我们构建的月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 增速。结果显示，10 月单月 GDP 增速为 6.8%，比 9 月回升 0.9 个百分点，不仅延续了强势复苏势头，而且首次超过了普遍认为的潜在增速 6%。这表明后疫情时代中国经济的报复性反弹正在实实在在地发生，反弹的原因主要有两点，第一是由于出色的疫情防控，中国在全球的出口份额明显上升，出口带动制造业走强；第二是疫情以来社融增速持续上升，由于社融是经济领先指标，高社融有利于投资高增长。

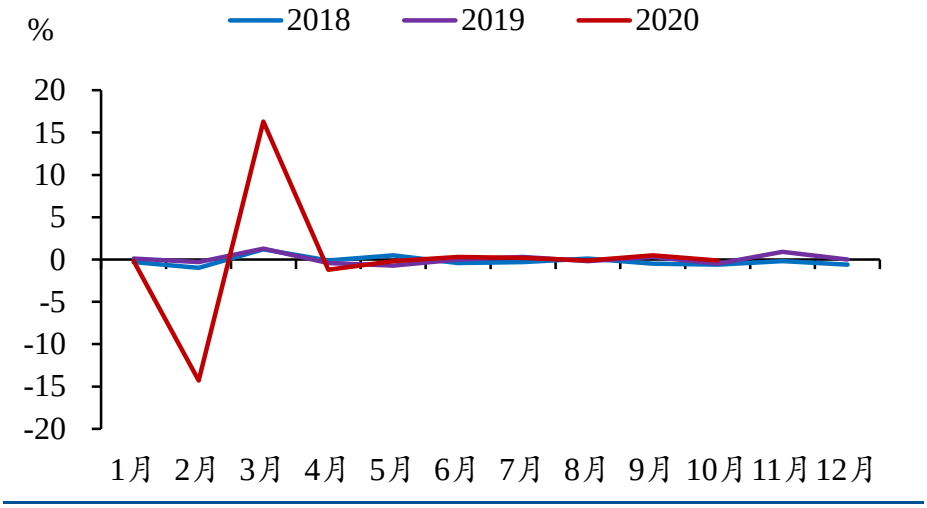
图 6：10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，经济报复性反弹正在发生



资料来源：Wind，民生证券研究院

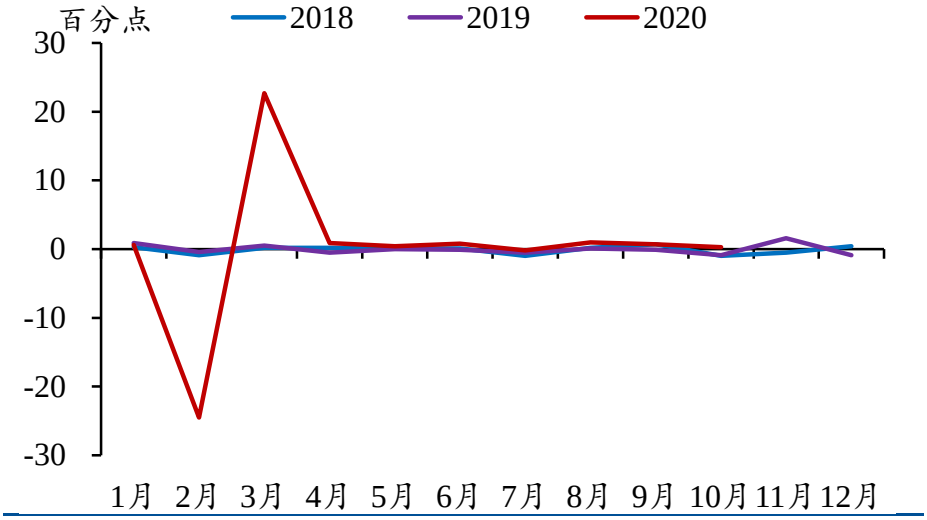
10 月制造业和非制造业 PMI 好于预期，预示 GDP 增速进一步回升。10 月制造业 PMI 为 51.4%，预期 51.3%；非制造业 PMI 为 56.2%，预期 56%。10 月制造业和非制造业 PMI 环比变动均好于季节性，预示 GDP 增速将进一步回升。10 月原材料库存指数下降 0.5 个百分点至 48.0%，产成品库存大幅回落 3.5 个百分点至 44.9%，呈现出了需求旺盛、库存被动去化的特征，预计未来随着需求进一步提升，补库存状态将延续，经济有望进一步向好。

图 7：10 月制造业 PMI 环比变动好于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

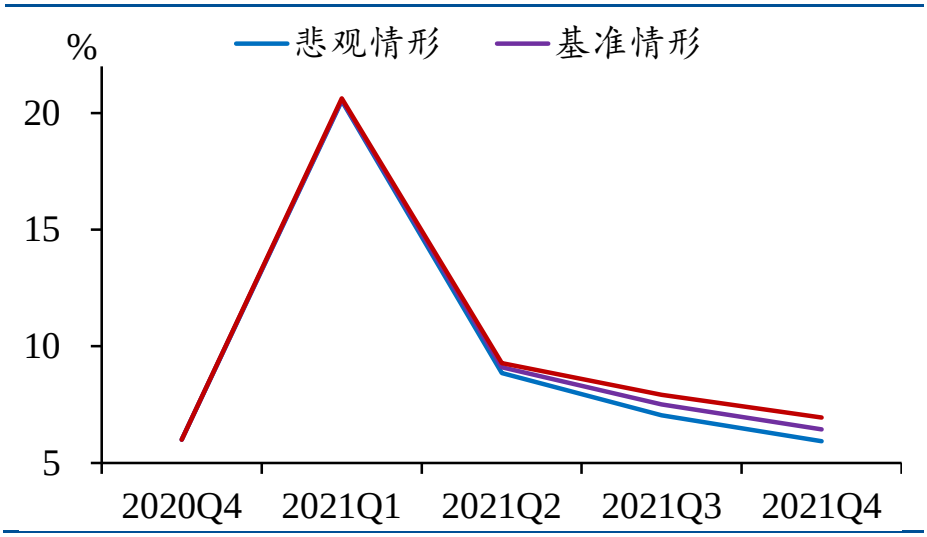
图 8：10 月非制造业 PMI 环比变动好于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年全年 GDP 增速预计达 10%左右。用环比预测同比的方法预测 2021 年 GDP，悲观情形下，2021 年 Q1-Q4 GDP 增速分别为 20.5%、8.8%、7.0%、5.9%，全年增速为 9.9%；基准情形下，2021 年 Q1-Q4 GDP 增速分别为 20.6%、9.1%、7.5%、6.4%，全年增速为 10.2%；乐观情形下，2021 年 Q1-Q4 GDP 增速分别为 20.6%、9.3%、7.9%、6.9%，全年增速为 10.5%。也就是说，2021 年中国 GDP 增速预计达到 10%左右。

图 9：2021 年全年 GDP 增速预计达 10%左右

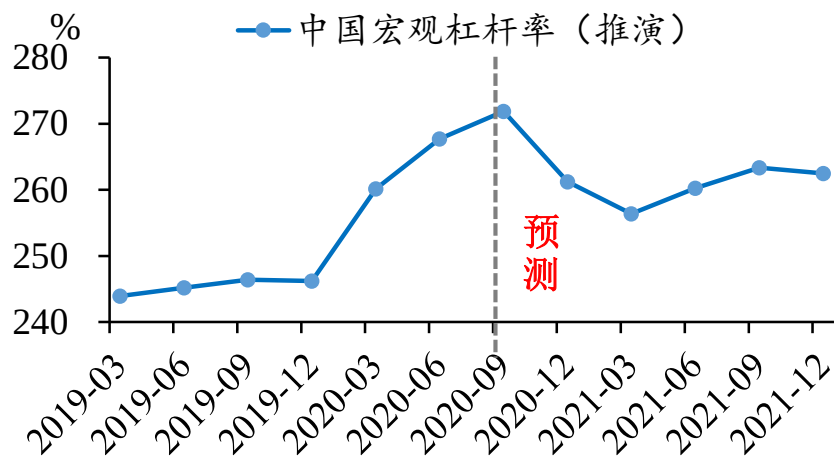


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、2021 年全年宏观杠杆率上升压力很小

在 GDP 加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价 GDP 的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP 增速将继续提高直到 2021 年一季度达到高点，这意味着 2020 年四季度和 2021 年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。

图 10：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程



资料来源：Wind，民生证券研究院

宏观杠杆率会经历一个自然回落的过程，明年货币政策没必要持续收紧。由于明年宏观杠杆率会随着名义 GDP 上升而自发回落，因此去杠杆压力不大，无需过度收紧货币政策。当前来看，虽然今年下半年来货币政策有所收紧，但货币收紧更多是一次性现象，明年货币政策没必要持续收紧。结合央行 2020 年第三季度货币政策执行报告，明年货币政策可能更加注重防止金融风险蔓延，稳妥推进各项风险化解任务，有效保证《资管新规》整改，落实各主体责任承担制。

风险提示

通胀超预期、疫情恶化超预期、信用违约超预期等。

插图目录

图 1：今年前三季度宏观杠杆率迅速上升 2
图 2：前三季度宏观杠杆率涨幅逐季下降 3
图 3：宏观杠杆率变动分解 3
图 4：GDP 端是宏观杠杆率大幅上升主要原因 4
图 5：债务端对宏观杠杆率上升贡献率逐季上升 4
图 6：10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，经济报复性反弹正在发生 5
图 7：10 月制造业 PMI 环比变动好于去年同期 6
图 8：10 月非制造业 PMI 环比变动好于去年同期 6
图 9：2021 年全年 GDP 增速预计达 10%左右 7
图 10：宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程 8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。