

从宏观杠杆率看各部门加杠杆情况

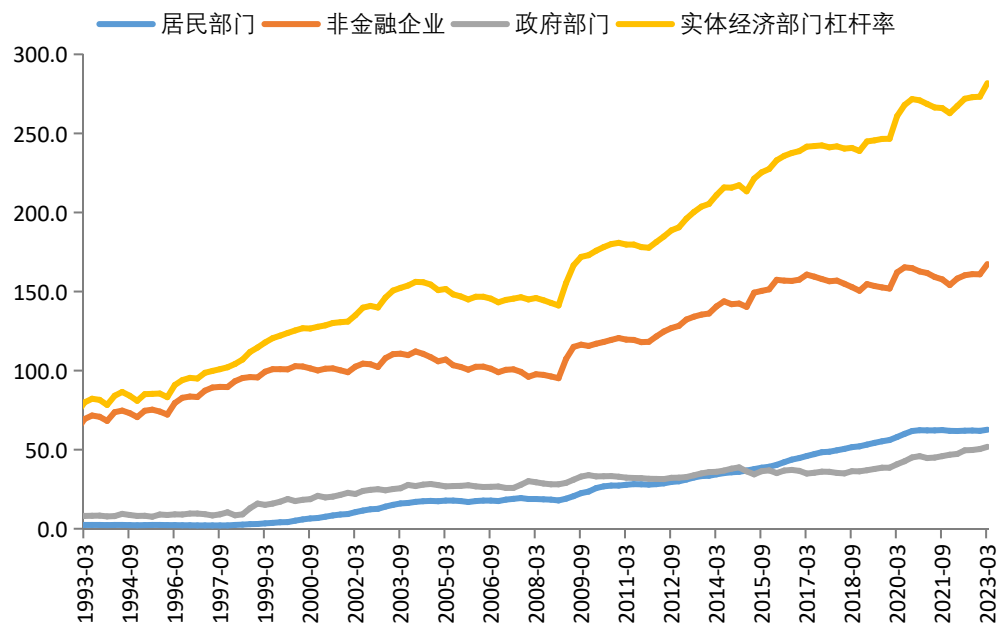
金信期货 研究院

2023/04/25

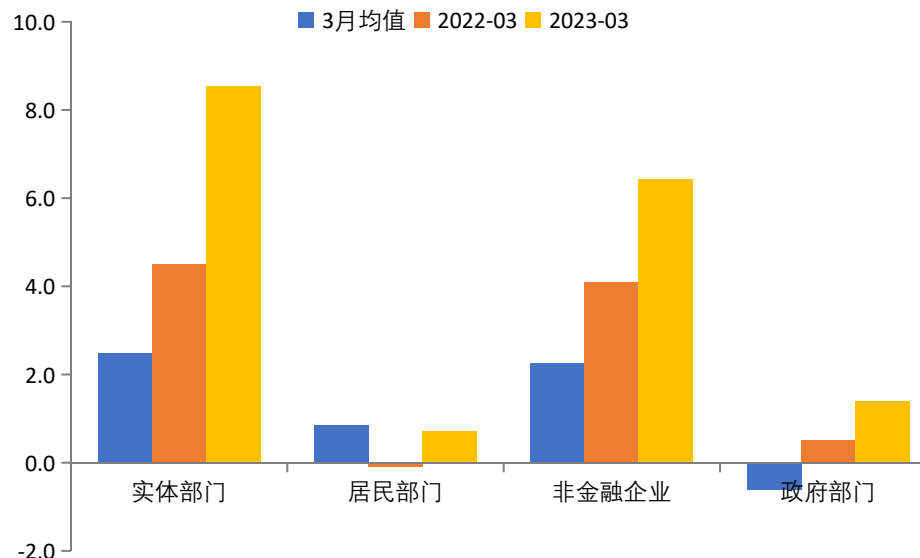
一季度信贷投放力度较大下，实体部门杠杆率加快走高

根据我们测算，社科院口径宏观杠杆率一季度为281.7%，较上年末走高8.5个百分点，主要受到一季度信贷投放较快的支撑，其中居民部门、非金融企业以及政府部门杠杆率分别环比上行0.7、6.4和1.4个百分点。

非金融企业和政府是主要的加杠杆部门，一方面财政靠前发力下专项债发行带动政府部门杠杆率环比持续上行，另一方面政策支撑叠加预期改善支撑企业加杠杆。**而一季度居民加杠杆偏慢**，主要是在地产底部企稳的背景下，居民对房价预期和交付信心的恢复仍然偏弱，加杠杆意愿偏低。



实体经济部门杠杆率变动比较

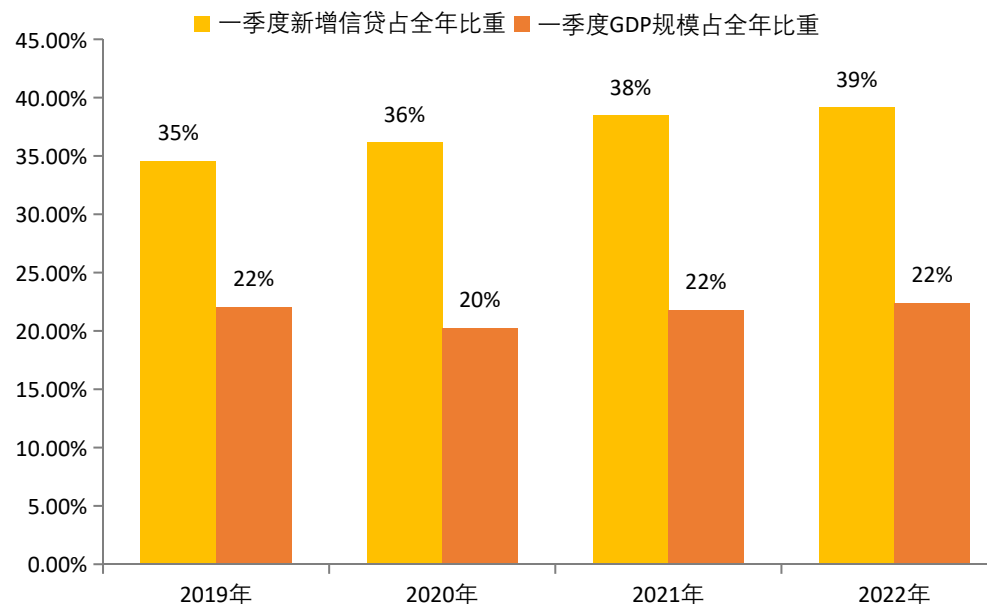
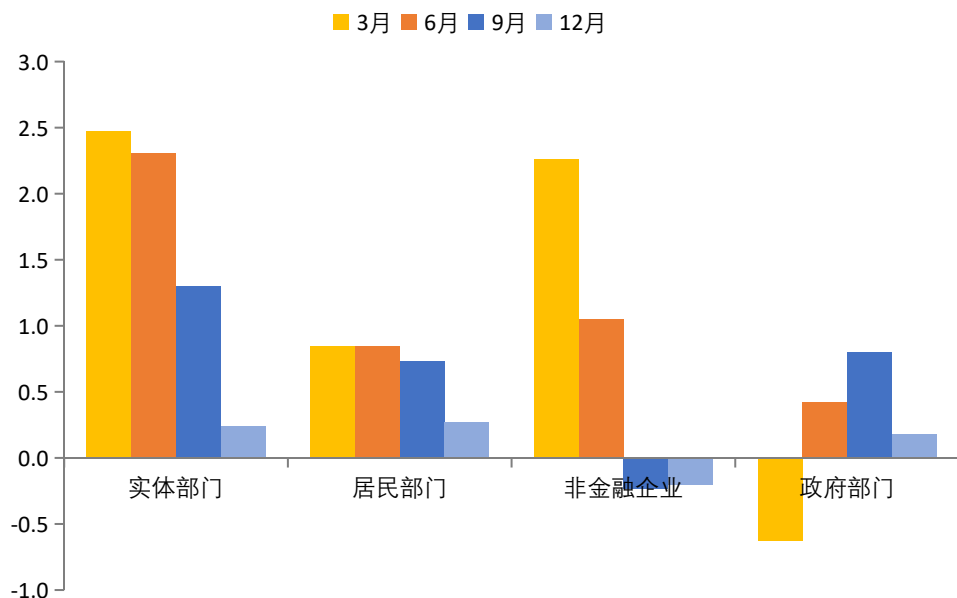


宏观杠杆率快速上行受到几个方面的原因：

1. **一季度宏观杠杆率回升较快存在一定季节性原因。**从历史数据来看，宏观杠杆率的变化有非常明显的季节性特征，一季度增幅是全年各季的首位，主要受到一季度信贷投放高峰和GDP规模低位两方面的叠加影响。

一方面，2021—2022年一季度的新增贷款占全年贷款的比重是40%左右，另一方面，受春节因素的影响，一季度GDP的规模往往居全年各季度的低位。

实体经济部门杠杆率变动均值（2010-2022年，除2020年）

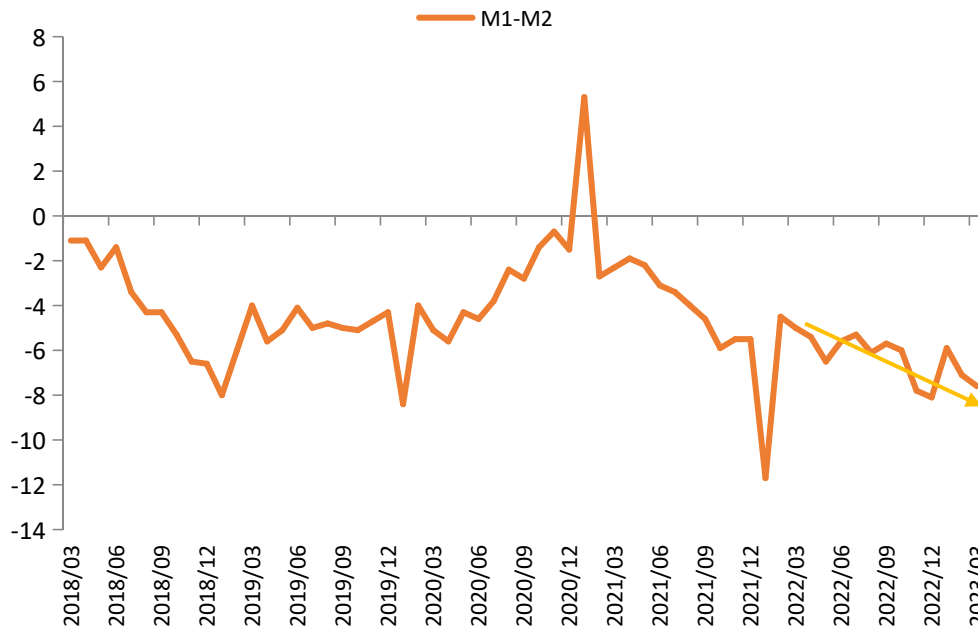
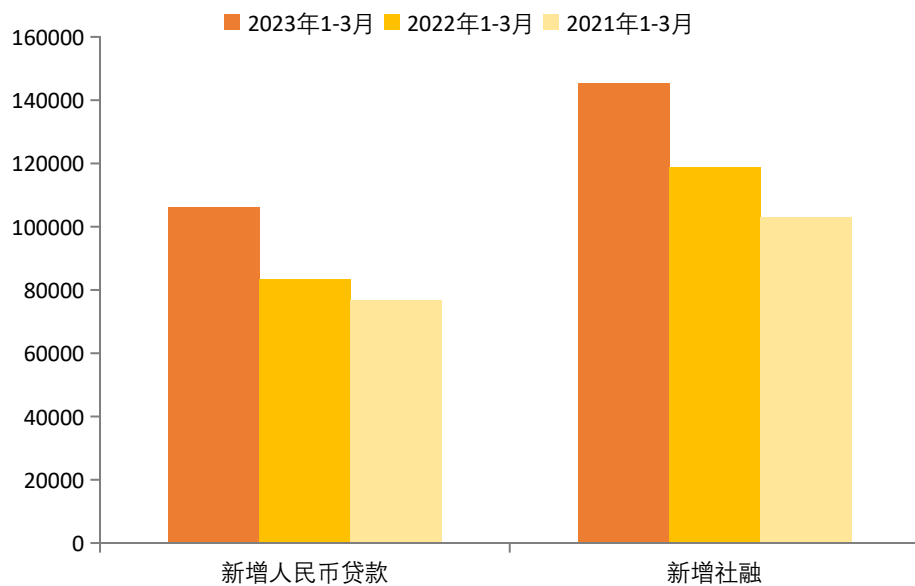


宏观杠杆率快速上行受到几个方面的原因：

2. 政策信贷发力叠加经济修复初期，分子端扩张明显快于分母端推升宏观杠杆率上行。

宏观杠杆率 = 总债务 ÷ GDP。今年一季度政策发力下信贷投放明显加力，金融体系加大对实体经济的支持力度，一季度信贷开门红且显著超出往年，而经济仍处于渐进修复过程，因此分母端扩张明显弱于分子端，推升宏观杠杆率。

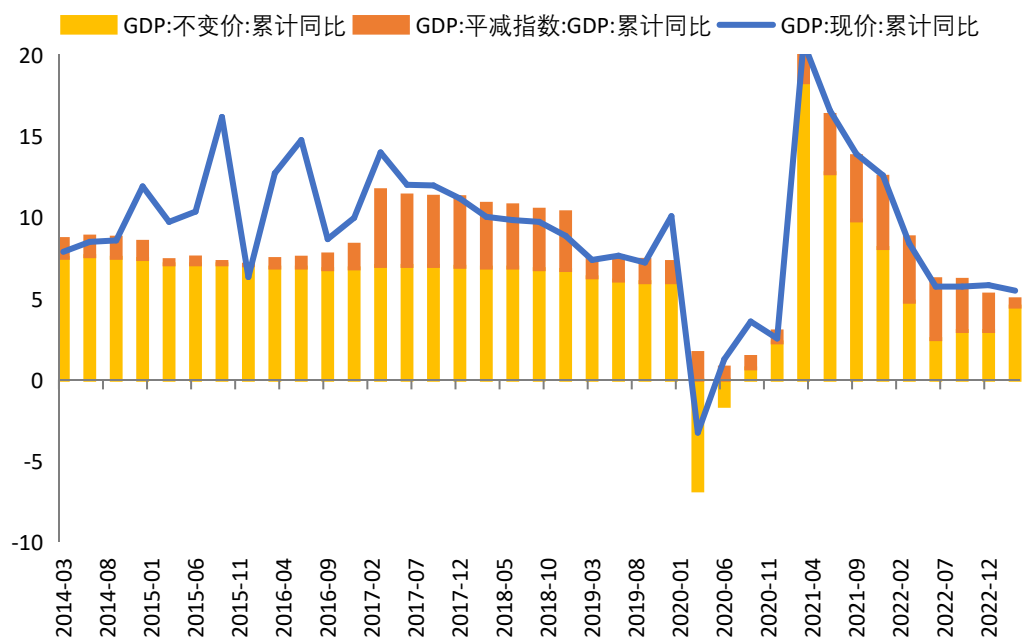
一季度信贷开门红



宏观杠杆率快速上行受到几个方面的原因：

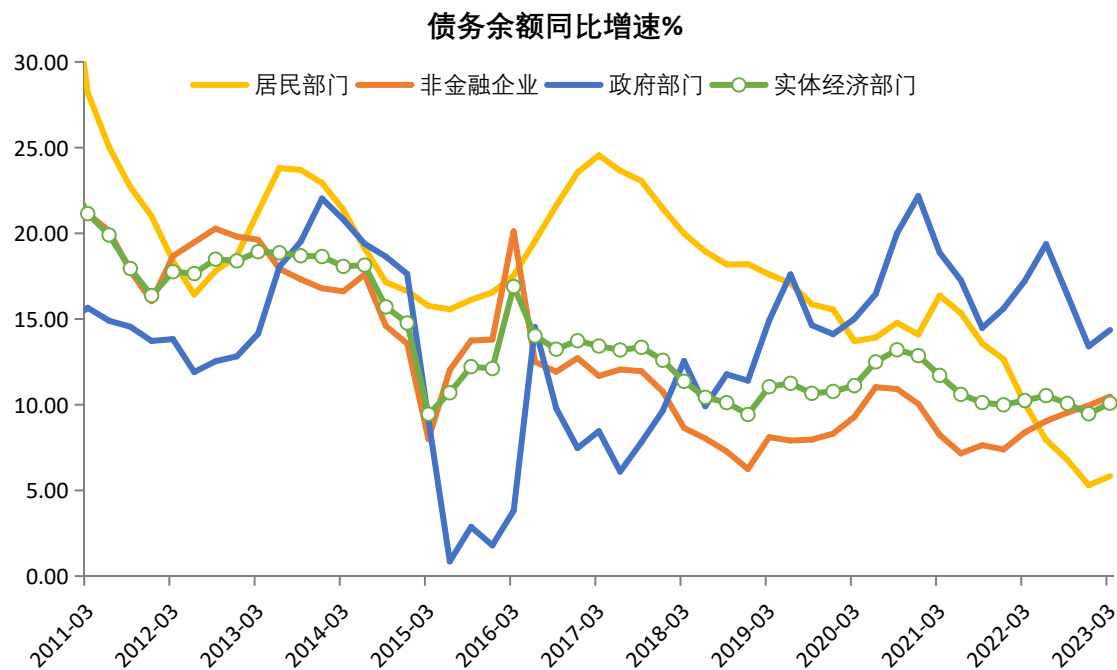
3. 一季度通胀读数偏低下，名义GDP偏弱也是推升宏观杠杆率攀升较快的一大原因。

一季度GDP平减指数仅录得0.45%，较去年年底2.24%的水平快速回落，拖累一季度名义GDP增速。一方面，通胀作为需求的滞后指标，复苏初期通胀压力往往有限；另一方面，一季度低通胀也受到较强的外生性扰动影响，去年的“高基数”效应叠加食品能源价格走弱也是拖累通胀读数的原因。



从债务余额增速看各部门加杠杆情况

从债务余额来看，一季度实体部门债务余额同比增长10.1%，较去年底小幅回升（9.5%）。其中政府债务余额增速处在较高水平，反映政府部门是近几年加杠杆主力；企业部门增速自去年以来持续回升，体现政策支撑的方向；而居民部门在持续约两年的增速下滑后首次企稳回升，并处于各部门较低位置，反映居民加杠杆意愿的不足。



往后看，政策端扩信用或将逐步从“供给驱动”向“需求承接”转换，央行副行长刘国强建议“要处理好稳增长和防风险的关系，不盲目追求信贷高增长”，信贷发力放缓叠加二季度经济修复下，宏观杠杆率的快速上行或难持续。

1. 今年专项债计划发行额度低于去年实际发行规模，且发行节奏更为前置，后续**政府部门**对杠杆率支撑作用的衰减速度可能也会略快于去年。
2. 当前**企业部门**融资主要受到强政策的支撑，“供给驱动”是主要特征，而实际有效需求仍显不足，后续进一步上行动力或逐渐趋缓，结构性货币政策等的进一步出台仍是影响企业部门杠杆走向的重要因素。
3. 预计随着地产底部企稳和居民消费意愿修复下，**居民部门**债务余额增速将延续底部回升，杠杆率或将小幅走高，不过居民杠杆回升的关键仍在于地产端良性循环的形成，

分化式复苏仍是国内宏观经济主线

- 国内宏观主线主要是“分化式复苏”，经济数据总量好转但结构分化，二季度经济环比复苏的速度面临换挡，从疫后的“补偿性动能快速修复期”向“内生动能修复阶段”转换。
- 经济修复斜率放缓、叠加总量数据较好下政策加码的概率降低，主导了近期债强股弱的格局，风险资产震荡走弱。短期股市仍缺乏趋势性机会，仍然以震荡和分化波动的风格为主。
- 往后看，4月底政治局会议是当下市场关注重点，市场预期强刺激政策加码概率降低，但这在两会后已有预期，高质量发展和可持续发展的要求下大规模刺激性政策大概率缺位，而结构性政策和产业政策仍将是政策重心。
- 除此之外，两大循环也是关注重点，后续关注“就业-收入-消费”的循环能否逐渐改善，以及地产链条的良性循环能否形成。



谢谢大家!

金信期货 研究院

重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾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获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）。