

## 宏观研究/深度研究

2020年07月24日

**张继强** 执业证书编号: S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号: S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观：身处劣势的特朗普会出什么牌？》  
2020.07
- 2 《宏观：洪灾来袭，影响几何？》2020.07
- 3 《宏观：“双循环”与经济发展模式升级》  
2020.06

# 逆周期风暴后，杠杆率升高几何？

## 基于 BIS 和 CNBS 口径的全球宏观杠杆率跟踪

### 核心观点

本次疫情下全球宽松政策难以在短期内收紧，由此导致私人部门和政府部门债务不断累积，引发市场关注。我们对比 BIS 和 CNBS 口径对全球以及中国的宏观杠杆率进行跟踪测算，结果显示，疫情后主要国家的宏观杠杆率均有大幅提升。截至 5 月，美国、法国、意大利和英国的宏观杠杆率较 19 年底上升幅度超过 20Pct，中国宏观杠杆率水平上升约 20Pct。在疫情部分稳定、刺激政策告一段落的大背景下，各国杠杆率水平的变化如何影响货币、财政政策的制定，是关系到后续经济风险以及基本面修复速率的关键指标。就中国而言，7 月政治局会议将对下半年政策定调至关重要。

### 额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升

疫情后主要国家的政府杠杆率出现超出其趋势性的上升。根据我们测算，日本政府部门杠杆率由 2019 年底的 204% 上升至今年 5 月的 214%；美国政府部门杠杆率由 100% 上升至 113%；法国政府部门杠杆率由 98% 上升至 112%；欧元区较为节俭的德国和荷兰的政府部门杠杆率也出现较大提高，上升幅度约 6Pct；而欧元区 PIIGS 五国并未受到较大的财政约束，其杠杆率上升幅度在 10Pct 左右。新兴市场经济体的政府部门杠杆率也有所上升，但升幅小于发达经济体，在 5Pct 左右。其中，俄罗斯政府部门杠杆率变化较小，而中国、印度的政府部门杠杆率上升幅度仅略高于其趋势性。

### 疫情纾困政策支持全球非金融企业部门的应急流动性需求

各国非金融企业部门杠杆率均出现超出趋势性的上升，法国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 153.2% 上升至 5 月的 176%，位于选取国家之首，德国和意大利非金融企业部门杠杆率上升程度较小，约为 4、5.3Pct。美国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 75% 上升至今年 5 月的 86%。选取的新兴市场经济体中，中国和巴西的非金融企业部门杠杆率提高幅度较大。非金融企业部门的债务上升主要来源于政府纾困政策下补充营运资金等应急流动性需求，非投资级公司债、受疫情冲击较大的行业以及中小企业都获得了较高的资金支持，但同时企业评级下调和违约大幅增加。

### 供需两端共同压制全球居民部门杠杆率

全球主要国家居民部门杠杆率并未出现明显的高于趋势性的增长，且其增长主要来源于 GDP 增速的大幅下行。在我们选取的国家中，如果剔除 GDP 增速下滑的影响，仅中国的居民部门债务规模增长对杠杆率的贡献达到 2.6Pct 以上，发达经济体与其他新兴市场经济体的居民债务规模对杠杆率增长的贡献均在 1Pct 以内。居民部门杠杆率增长乏力与供给端银行提高信贷标准和需求端收入降低制约信贷需求有关。后续来看，依靠政府转移支付的收入增长可持续性存疑，而储蓄率提高不利于消费增长，居民部门债务规模将继续承压。

### 中国宏观杠杆率一季度大幅上升，二季度上升速度放缓

根据 CNBS 数据，我国一季度中国实体经济部门（非金融部门）宏观杠杆率为 259.3%，较上年末宏观杠杆率上升 13.9 个百分点，非金融企业部门是宏观杠杆率上升的主要原因。我们测算的二季度实体经济杠杆率为 264.2%，政府部门杠杆率增长速度较一季度持平，非金融企业部门加杠杆速度有所减缓。我们认为，下半年我国国债发行量将继续维持高位，政府部门债务料继续增长；打击资金空转的监管重点下非金融企业部门债务上升速度将较二季度放缓；经济复苏和收入增长支撑居民部门债务。GDP 增速的恢复支撑杠杆率分母，我国下半年宏观杠杆率料保持稳定或温和上升。

风险提示：各国经济恢复速度超预期导致测算数据出现较大偏差，疫情持续时间过长导致债务危机。

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 疫情来袭，全球宽松政策持续加码.....              | 3  |
| 疫情后全球宏观杠杆率提高了多少？ .....            | 6  |
| BIS 口径下的宏观杠杆率 .....               | 6  |
| 额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升 .....   | 7  |
| BIS 口径政府部门杠杆率 .....               | 7  |
| 国债发行：政府债务重要的融资方式 .....            | 9  |
| 财政赤字：政府债务直接的决定因素 .....            | 10 |
| 主权债务风险：后疫情时代的政府债务是否崩溃 .....       | 11 |
| 疫情纾困政策支撑全球非金融企业部门的应急流动性需求 .....   | 14 |
| BIS 口径下的非金融企业部门杠杆率 .....          | 14 |
| 特征一：兼并收购、回购与股利支付等需求让位于流动性需求 ..... | 16 |
| 特征二：投资级与非投资级债券发行均有所上升 .....       | 16 |
| 特征三：受疫情影响较大的行业获得更高比例的融资 .....     | 17 |
| 特征四：中小企业同样获得救助 .....              | 18 |
| 非金融企业部门债务的未来：倒与不倒？ .....          | 19 |
| 供需两端共同压制全球居民部门杠杆率 .....           | 20 |
| BIS 口径下的居民部门杠杆率 .....             | 20 |
| 信贷供给：银行提高信贷标准 .....               | 21 |
| 信贷需求：收入下降制约信贷需求 .....             | 22 |
| 疫情后中国宏观杠杆率的结构变化 .....             | 24 |
| CNBS 口径下中国宏观杠杆率 .....             | 24 |
| 我国一季度宏观杠杆率——基于公布数据的分析 .....       | 24 |
| 我国二季度宏观杠杆率——基于可比数据的测算 .....       | 27 |
| 总结 .....                          | 31 |
| 风险提示 .....                        | 32 |

## 疫情来袭，全球宽松政策持续加码

**08 年金融危机后的宽松政策是后续部分国家爆发主权债务危机的重要原因。**2008 年金融危机后居民部门被迫去杠杆，各国采取宽松的财政和货币政策以对冲经济下行压力，使得经济较快复苏，但也导致了相应的后遗症。政府债务和央行资产负债表同时扩张，为部分增长潜力较弱而宏观杠杆率较高的国家带来了债务风险，部分国家因此爆发了主权债务危机，其中包括希腊等发达经济体与阿根廷、土耳其等新兴市场经济体，正所谓“成也杠杆，败也杠杆”。

**本次疫情后的政策宽松程度已远超 08 年金融危机期间。**根据 IMF 分类，将针对疫情冲击的财政刺激分为三类：**(1) 线上财政支出 (Above-the-line measures)**：完全由政府主动决定的、属于预算内收支范畴、产生预算内财政赤字的措施，如政府对企业的直接救助增加了额外的财政支出，针对企业和工人的减税减少财政收入，均增加财政赤字。这一部分额外的财政赤字往往需要通过发行国债进行弥补；**(2) 线下财政支出 (below-the-line measures)**：由私人部门申请、政府被动决定的财政支出，这部分财政支出一般不属于预算内财政收支，且取决于企业的经营状况，并不一定被全部消耗；**(3) 或有财政支出 (Contingent liabilities)**：本部分财政刺激通过债务担保的形式实施，或者政府通过实际控制的企业为经济运行提供支持，仅在违约实际发生时提高政府的债务规模。

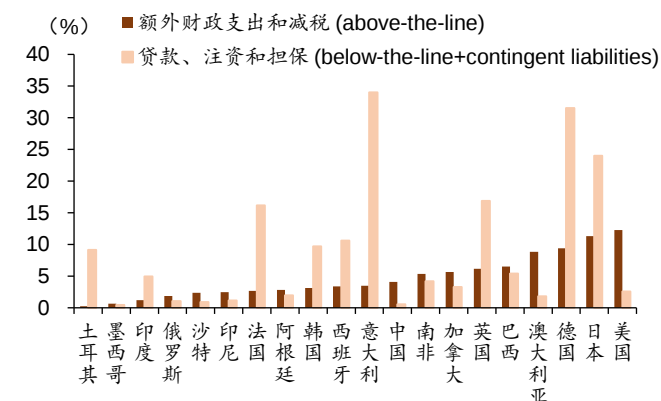
图表1：IMF 全球新冠疫情财政刺激支出类别

| 财政刺激类别                           | 具体措施                     |
|----------------------------------|--------------------------|
| 线上财政支出 (Above-the-line measures) | 对医疗系统的额外财政支出和税收减免        |
|                                  | 对实体经济（如中小企业）的直接补贴救助和税收减免 |
|                                  | 加快支出（加快原有财政安排，如提前退税）     |
|                                  | 递延收入（对企业和居民的税款进行递延缴纳）    |
| 线下财政支出 (below-the-line measures) | 注资、资产购买、提供贷款             |
| 或有财政支出 (Contingent liabilities)  | 债务担保                     |
|                                  | 准财政经营 (上市公司代表政府的非商业活动)   |

资料来源：IMF，华泰证券研究所

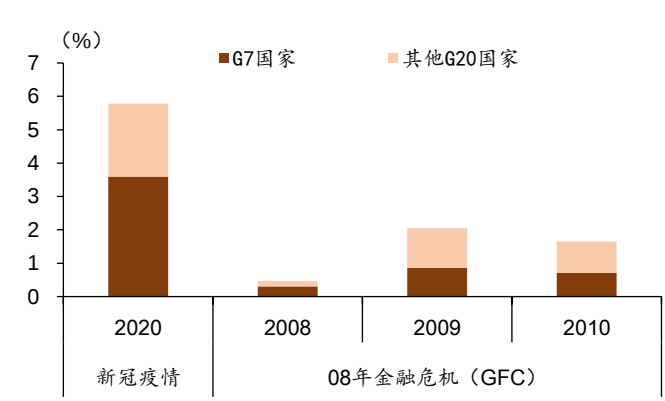
**全球主要国家新冠疫情财政支出规模超过 08 年金融危机期间。**从财政支出类别来看，美国、日本的线上财政支出达到 2019 年 GDP 的 10% 以上，德国、澳大利亚、巴西、英国、加拿大、南非的线上财政支出占 GDP 比重也达到 5% 以上。同时，部分国家推出了大额的线下财政支出与或有财政支出，如日本、德国、意大利通过贷款、担保和注资为经济提供了超过其 2019 年 GDP 总量 20% 的资金与信用支持。纵向对比来看，新冠疫情冲击之下，各国采取的财政支出规模远超金融危机时期，IMF 统计的 G7 国家和 G20 国家的新冠线上财政支出占 GDP 比重已经超越金融危机期间。

图表2：全球部分国家新冠疫情财政刺激规模/2019 年 GDP



资料来源：IMF，华泰证券研究所

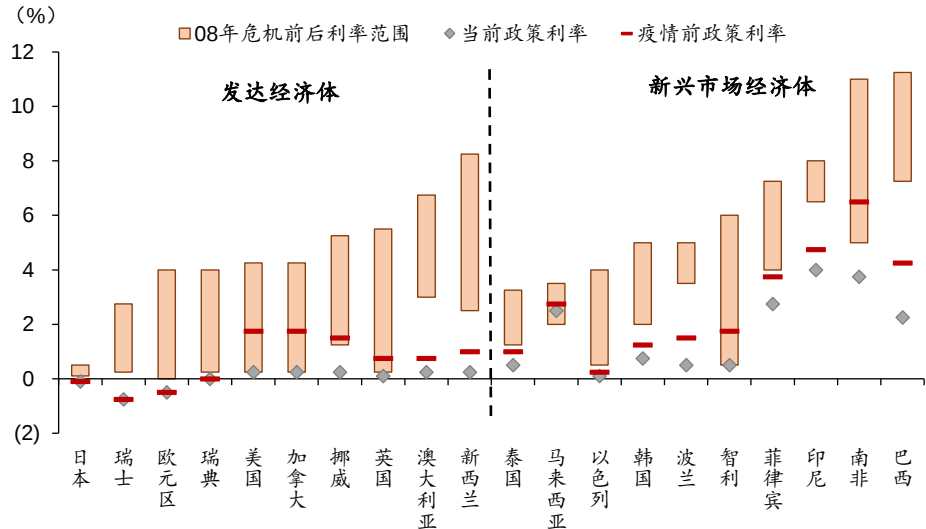
图表3：新冠疫情线上财政支出占 GDP 比例已远超 08 年金融危机后期



资料来源：IMF，华泰证券研究所

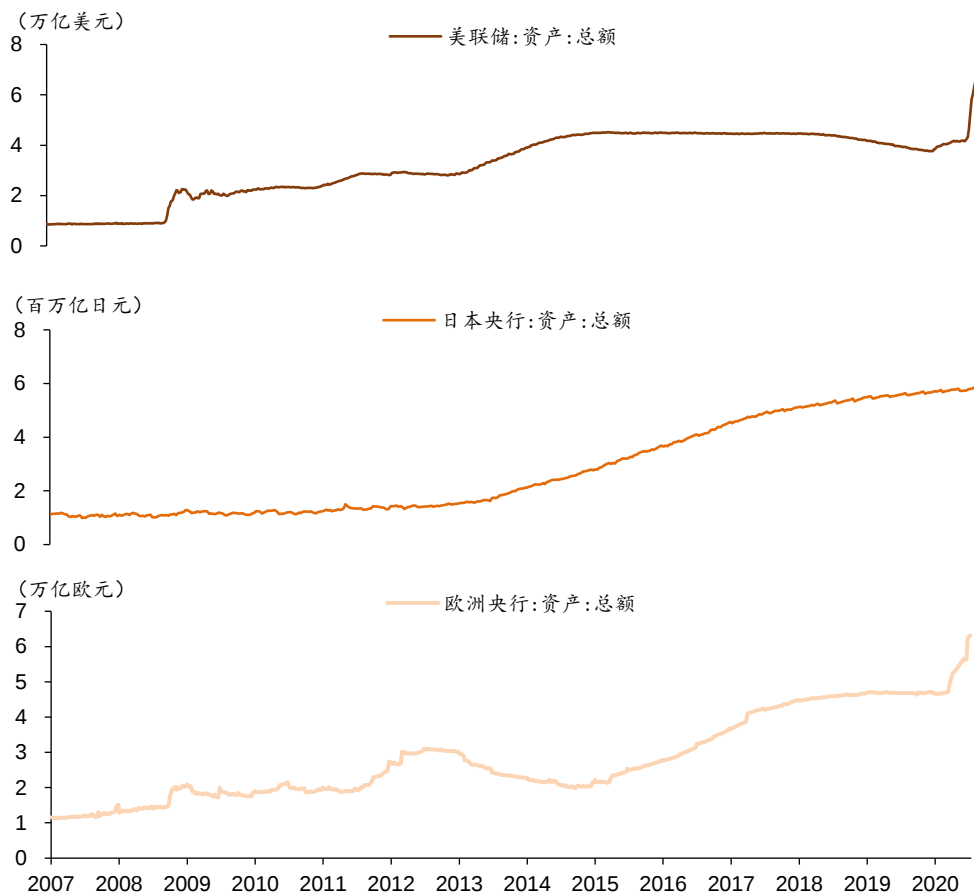
货币政策方面，当前货币宽松程度亦高于 08 年金融危机期间。从价格型工具上看，当前全球多数经济体的政策利率水平已低于金融危机期间。从数量型工具上看，本次疫情期间美联储、欧央行和日央行的资产负债表扩张速度远快于 08 年金融危机时期，危机时期的紧急货币政策工具箱重登历史舞台，多种新型政策工具得以开发和使用。

图表4：多数经济体当前利率水平低于金融危机期间利率最低值



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表5：美联储、欧央行、日央行资产负债表扩张程度超 08 年金额危机时期



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

**空前规模的财政政策与货币政策将直接推高政府部门与私人部门杠杆率水平，增加了债务风险。**从理论上来看，本次疫情期间的财政与货币政策通过以下渠道推高非金融部门（政府部门、非金融企业部门和居民部门统称为非金融部门）的杠杆水平：（1）排除掉债务担保的部分，涉及到财政赤字的线上财政支出将带来高额的财政赤字，在税收来源不变甚至推行减税政策的背景下，政府将通过发债的方式进行弥补，由此导致政府债务规模的提高；（2）部分刺激政策以补贴和赠予的形式发放，不增加私人部门的债务规模。另一部分刺激政策以贷款形式给予，需要偿还，因此会增加私人部门的债务规模；（3）债务展期政策将当期债务延迟至未来偿还，一定程度上提高了短期的债务规模，但从长期来看对债务规模不产生影响，同时对私人部门未来的收入能力形成考验；（4）货币政策方面，降息操作降低短端资金利率，量化宽松操作降低期限溢价和实体企业融资成本，为政府部门和私人部门的杠杆率提高提供了有利条件，更有如中国等国家对特定企业进行结构性的信贷支持，直接提高了相应企业部门债务规模。

因此，本次疫情下全球宽松政策难以在短期内收紧，由此导致私人部门和政府部门债务不断积累，成为市场新的担忧。那么，经过几个月的政策刺激后，当前全球主要国家宏观杠杆率水平如何？未来又将如何演变？是后疫情时代的一大关键主题。本文对疫情爆发以来，全球尤其是中国的非金融部门宏观杠杆率变化进行一定的研究。

## 疫情后全球宏观杠杆率提高了多少？

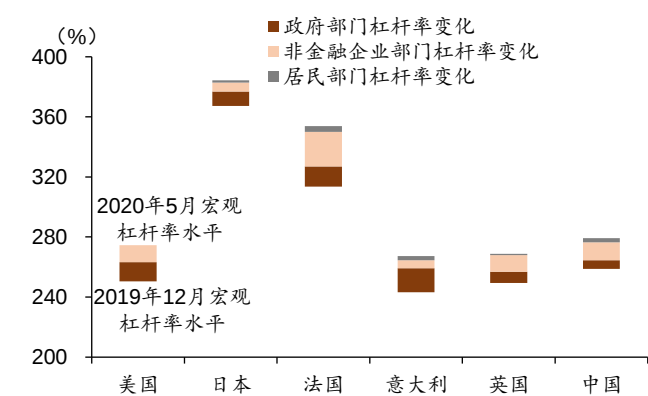
### BIS 口径下的宏观杠杆率

**BIS 公布的宏观杠杆率指标是研究全球宏观杠杆水平的重要参考。**BIS 统计了 40 多个经济体的季度和年度非金融部门杠杆率，其优点是便于跨国比较，不足在于发布相对滞后，一般滞后 5 个月左右。此外，BIS 对于我国的宏观杠杆率存在重复计算的问题。BIS 采用的是国际货币基金组织（IMF）的广义政府债务口径。广义政府债务不仅包括显性债务，还包括隐性债务（主要指地方政府融资平台债务）。地方政府融资平台在法律意义属于公司实体，因此融资平台的债务也纳入非金融企业债务的统计范围中，BIS 对我国宏观杠杆率统计在该部分存在一定的重复计算。

根据国际清算银行（BIS）的定义：宏观杠杆率=非金融部门总信贷（Total credit to non-financial corporations）/名义 GDP。非金融部门总信贷包括来自所有来源的融资，涵盖货币与存款（非金融企业部门和居民部门一般不包含该项）、贷款和债券这三种金融工具。这三种金融工具被统称为“核心债务（Core Debt）”。名义 GDP 采用前四个季度的名义 GDP 移动加总得出。分部门来看，BIS 的宏观杠杆率统计细分至政府部门、非金融企业部门和居民部门（后两者统称为私人部门）。各部门的杠杆率分别由各部门的负债与名义 GDP 的比值计算得出。

我们研究 BIS 所采用或相一致的分项指标，通过合理的方式复制（replication）并估算频率更高、更具时效性的 BIS 宏观杠杆率指标。BIS 对全球宏观杠杆率计算的数据一般来源于各国央行公布的各部门金融账户（Financial Accounts），而多数国家的金融账户季度公布且存在一定的时滞。但各国各部门金融账户的一些构成成分可以通过月度数据获得，因此在时效性上优于金融账户数据和 BIS 的信贷数据。如各国一般月度公布政府部门债务总额、存款机构对企业和居民部门贷款等数据，其直接等于 BIS 口径下的相应部门的债务规模或者是相应部门债务的一部分。因此，本部分主要参照 BIS 对各国各部门宏观杠杆率水平的统计口径，寻找与之相一致或者被其包含的月度指标，从而对 BIS 宏观杠杆率数据进行复制，并由此测算更具时效性的全球宏观杠杆率水平。

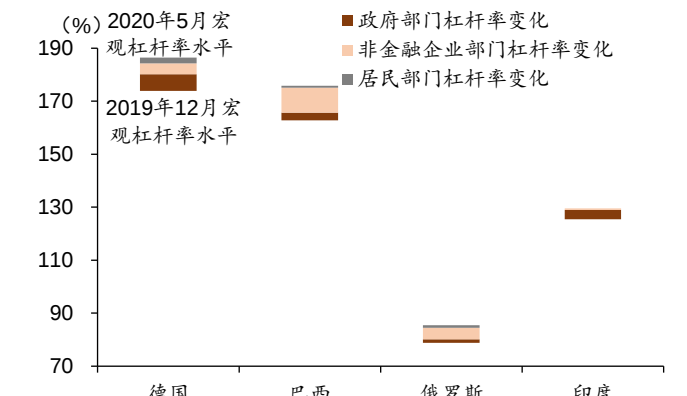
图表6： 杠杆率较高国家 BIS 口径宏观杠杆率测算结果



注：柱状表示 2019 年 12 月至 2020 年 5 月各国宏观杠杆率变化幅度。

资料来源： BIS，华泰证券研究所

图表7： 杠杆率较低国家 BIS 口径宏观杠杆率测算结果



注：柱状表示 2019 年 12 月至 2020 年 5 月各国宏观杠杆率变化幅度。

资料来源： BIS，华泰证券研究所

**疫情后全球主要国家宏观杠杆率大幅提高。**我们主要选取美国、欧元区（德国、法国、意大利）、英国、日本等发达经济体和金砖四国（中国、印度、巴西、俄罗斯）等新兴市场经济体作为研究代表。各国公布的信贷细项数据一般更新至 5 月，因此，我们可以对 2020 年 1-5 月各国宏观杠杆率水平数据进行测算。结果显示，2019 年底至 2020 年 5 月，由于新冠疫情冲击，各国采取了空前宽松的财政政策与货币政策，也因此导致了宏观杠杆率水平的提高。

美国宏观杠杆率由 2019 年底的 250% 提高至 2020 年 5 月的 274%，上升 24Pct。日本宏观杠杆率在疫情前便处于全球主要经济体的最高水平（367%），在 2020 年 5 月，其宏观杠杆率提高至 384%，上升 17 Pct。欧洲国家中，法国宏观杠杆率上升近 40 Pct；意大利、英国宏观杠杆率上升约 20 Pct；德国宏观杠杆率上升 13 Pct，在选取的发达经济体中上升幅度最小。新兴市场经济体中，中国宏观杠杆率水平上升约 20 Pct，巴西、俄罗斯、印度的宏观杠杆率上升幅度小于中国。

分部门看，居民部门杠杆率水平上升幅度较为有限，部分国家如美国和印度的居民部门杠杆率出现下降；政府部门和非金融企业部门杠杆率上升明显，在美国、日本、德国，政府部门和非金融企业部门各自贡献了近半的总体杠杆率上升。法国、中国的宏观杠杆率上升中近 2/3 由非金融企业部门贡献。意大利政府部门杠杆率上升幅度大于非金融企业部门。接下来，我们分部门对各国宏观杠杆率水平进行更细致的研究。

### 额外的财政支出和减税推动全球政府部门杠杆率大幅上升

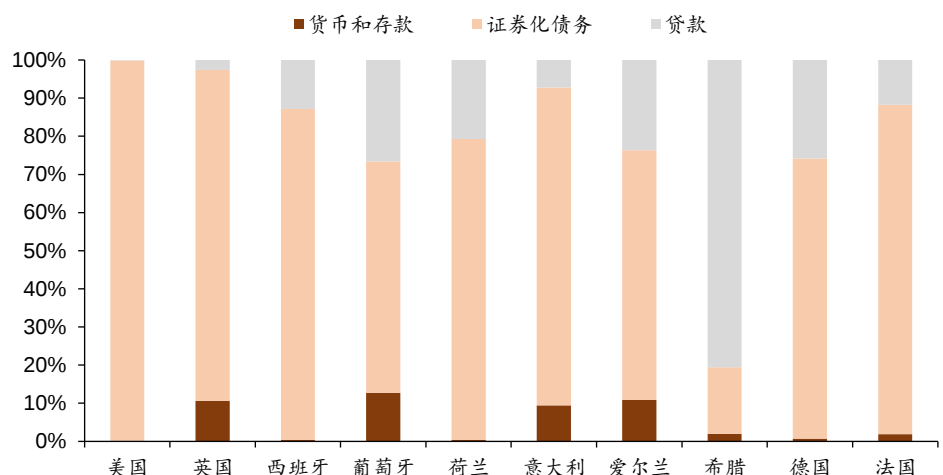
#### BIS 口径政府部门杠杆率

BIS 口径下的政府部门债务主要由货币与存款(Currency and Deposits)、贷款(Loans)和债券(Debt Securities)三项组成。各国三种工具的构成比例不同，和各国金融市场的制度安排和金融系统结构有关。

货币与存款项与各国的制度安排有关，其中，货币包括政府发行的流通硬币（根据一国的制度安排，由政府部门如财政部发行的硬币计入政府债务，但由中央银行而非政府发行的硬币和纸币则不计入政府债务）。存款包括定期存款、储蓄存款等政府负债。例如，一些国家的财政部为家庭经营储蓄账户（可能由邮政系统或其他公共机构管理），一些国家存在银行或上市公司向政府存放现金的具体安排，这些均计入政府负债。在英国、意大利等国家，政府的货币与存款负债占到政府总负债的 10% 左右。

此外，政府可以通过发行国债的直接融资方式和向金融机构借款的间接融资形式进行主动负债。其中，发行国债是政府最主要的借贷方式，一般占到政府债务的 70% 以上（下图为 2019 年各国央行公布的数据），在美国、英国等以金融市场和直接融资为主导的国家，政府贷款的比例一般较低。例外的是，希腊的政府债务以政府借款为主，原因在于希腊等国的国债是非投资级，发行规模较为有限，且希腊政府在金融危机和欧债危机期间向 IMF、欧洲稳定机制及欧元集团寻求了大额的贷款救助。

图表8： 2019 年底部分国家政府部门债务构成

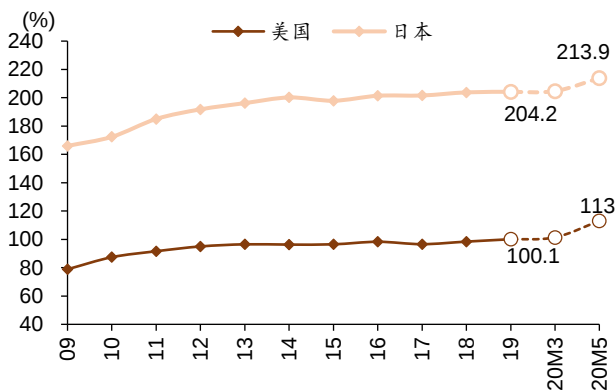


资料来源：欧央行，美联储，华泰证券研究所

接下来，我们结合 BIS 的政府债务口径对选取国家的政府债务进行估算。除了上述提到的国家，我们同时也关注欧元区债务负担较重的 PIIGS 国家的宏观杠杆率情况，因此我们在本部分的分析中加入以上国家。数据处理方面，新兴市场国家、美国、日本月度公布政府债务规模总额数据，与 BIS 数据基本一致，我们直接采用其数值或经等比例调整后作为以上国家的政府部门债务规模；欧元区国家的政府借款数据公布不及时，我们假设各国政府借款的变化与国债规模的变化保持一致，因此可以通过等比例估算的方法对总体政府债务进行估算，得出政府部门债务总额。此外，我们需要使用各国的 GDP 数据作为分母，我们直接根据各国 GDP 增速的彭博一致预期进行计算。部分国家的政府债务数据仅更新至 2020 年 5 月，为了方便横向比较，我们的杠杆率测算也仅更新至 5 月。

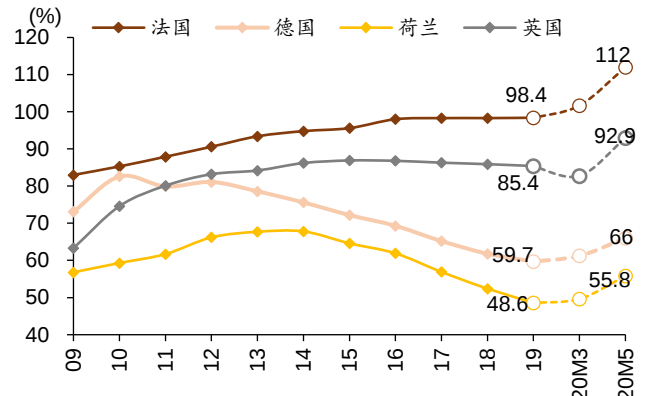
结合 BIS 口径对各国政府部门杠杆率进行测算，结果显示各国的政府杠杆率出现超出其趋势性的上升。日本政府部门杠杆率由 2019 年底的 204% 上升至 2020 年 5 月的 214%；美国政府部门杠杆率由 100% 上升至 113%；法国政府部门杠杆率由 98% 上升至 112%；欧元区较为节俭的德国和荷兰的政府部门杠杆率也出现较大提高，上升幅度约 6Pct；而欧元区 PIIGS 五国并未受到较大的财政约束，其杠杆率上升幅度在 10Pct 左右。而新兴市场经济体的政府部门杠杆率也有所上升，但上升幅度小于发达经济体，其上升幅度在 5 Pct 左右。其中，俄罗斯、南非政府部门杠杆率变化较小，仅分别上升 1.4Pct 和 2.1Pct，而中国、印度的政府部门杠杆率上升幅度略高于其趋势性。

图表9： 美国、日本政府部门杠杆率测算



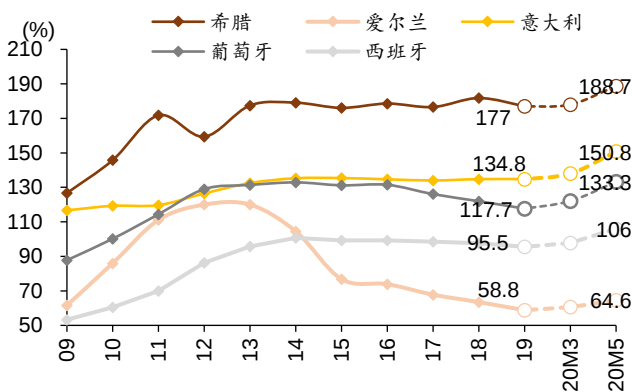
资料来源：ECB, BIS, 华泰证券研究所

图表10： 欧盟主要国家政府部门杠杆率测算



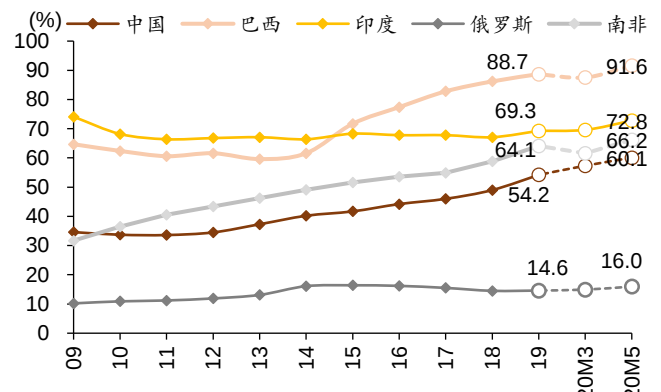
资料来源：ECB, BIS, 华泰证券研究所

图表11： 欧元区 PIIGS 国家政府部门杠杆率测算



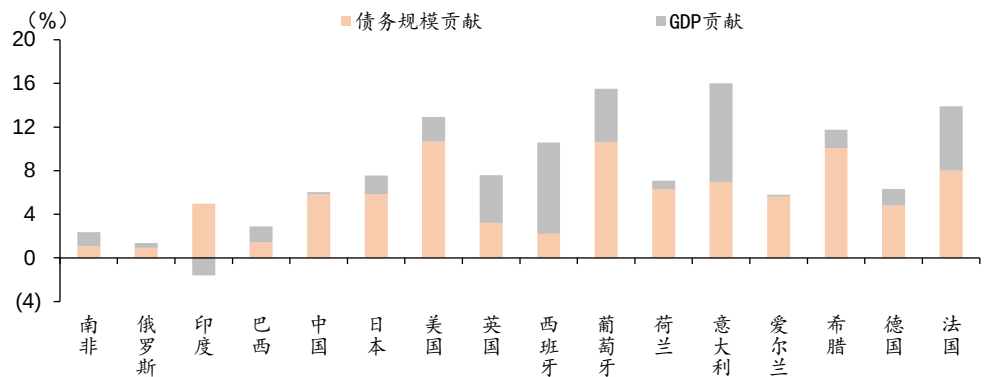
资料来源：Bloomberg, BIS, 华泰证券研究所

图表12： 金砖国家政府部门杠杆率测算



资料来源：Bloomberg, BIS, 华泰证券研究所

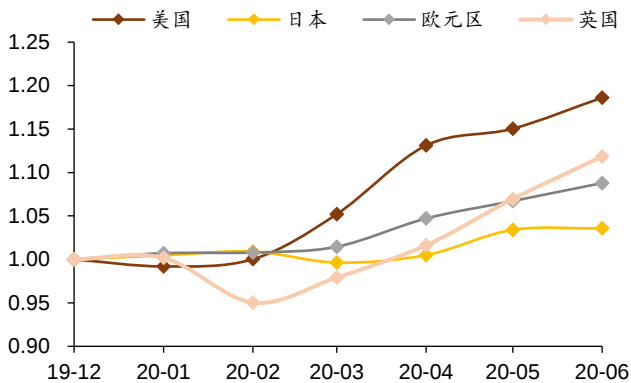
从整体上升幅度上看，发达经济体杠杆率上升幅度大于新兴市场经济体。疫情冲击后，一方面债务规模提高，另一方面 GDP 下滑，两者均会使得宏观杠杆率提高。无论是债务规模提高程度，还是 GDP 下滑程度，发达经济体的变化幅度都要大于新兴市场经济体，最终使得整体杠杆率上升超过新兴市场经济体。

**图表13： 政府部门杠杆率上升来自于债务规模上升和 GDP 下滑（2019 年 12 月至 2020 年 5 月杠杆率变化）**

资料来源：Bloomberg, BIS, ECB, 华泰证券研究所

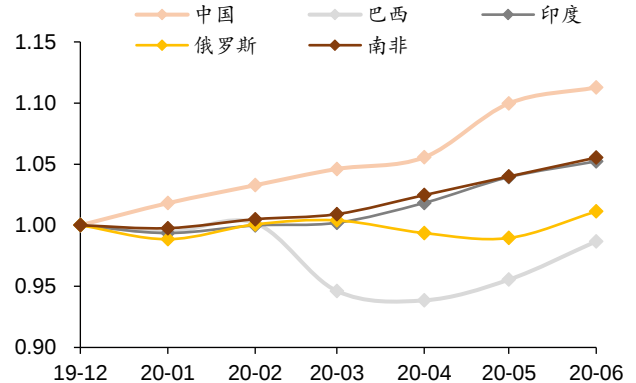
**国债发行：政府债务重要的融资方式**

**新冠疫情冲击后各国国债规模普遍提高。**剔除 GDP 增速的影响，我们单独研究各国国债发行规模的变化。我们将 2019 年 12 月底的国债规模设定为 1，将后续各国的国债规模进行标准化，可以发现各国的国债规模在疫情爆发后均有所上升，发达经济体中美国、英国的国债规模提升幅度最大，新兴市场经济体中中国国债规模上升程度相对较高，但仍低于美国和英国的水平。日本国债存量规模上升幅度在发达经济体中相对较少，原因在于日本第二轮占 19 年 GDP 比例 21% 的财政刺激在 5 月 27 日颁布，其国债发行可能相对更加滞后。巴西、俄罗斯等国的国债存量规模在 5 月甚至 6 月才开始上升。

**图表14： 发达经济体国债存量（以 2019 年 12 月为 1 进行标准化）**

注：本图国债规模数据来自于彭博固定收益统计，包含政府机构等更广义的政府债务，与官方的国债余额口径不一致，但优点在于即时更新，时效性较强。

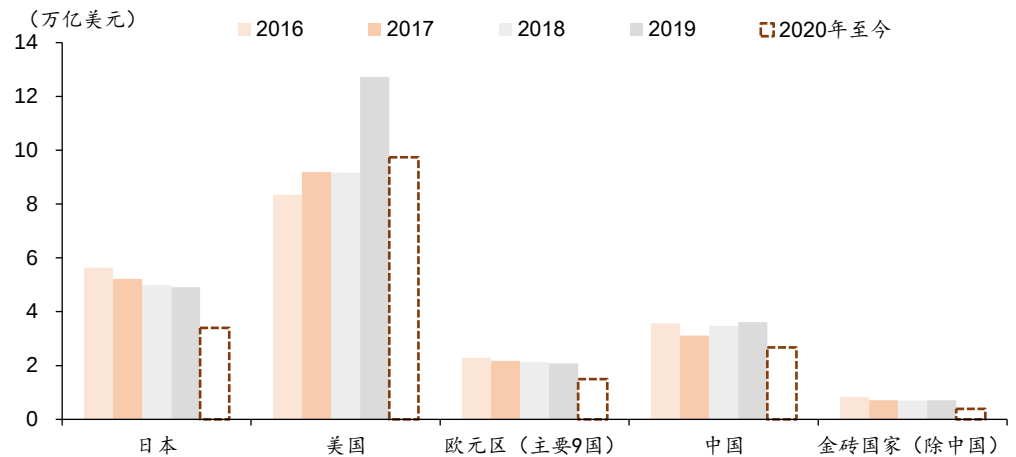
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表15： 新兴市场经济体国债存量（以 2019 年 12 月为 1 进行标准化）**

注：本图国债规模数据来自于彭博固定收益统计，包含政府机构等更广义的政府债务，与官方的国债余额口径不一致，但优点在于即时更新，时效性较强。

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**从各国国债发行规模上看，当前主要国家的国债发行额已接近往年的全年水平。**我们统计所选取国家各年度的国债发行金额，结果显示，日本、美国、欧元区和中国年初至今的国债金额已经接近往年的全年水平，而除中国外的金砖国家的国债发行规模远小于发达经济体和中国，且 2020 年至今发行规模仅略高于往年全年发行金额的一半。

**图表16： 部分国家各年度国债发行额**

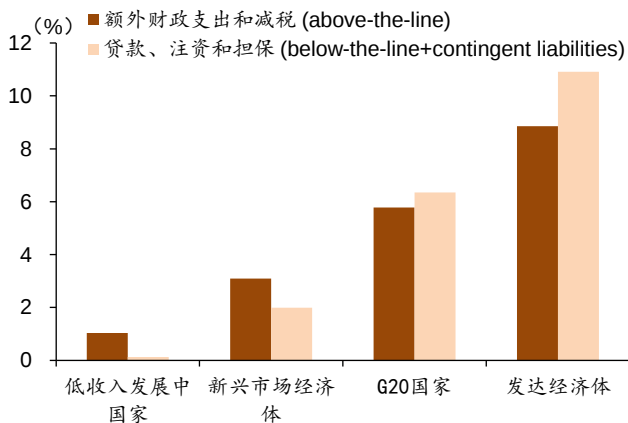
注：本图国债规模数据来自于彭博固定收益统计，包含政府机构等更广义的政府债务，与官方的国债余额口径不一致，但优点在于即时更新，时效性较强。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

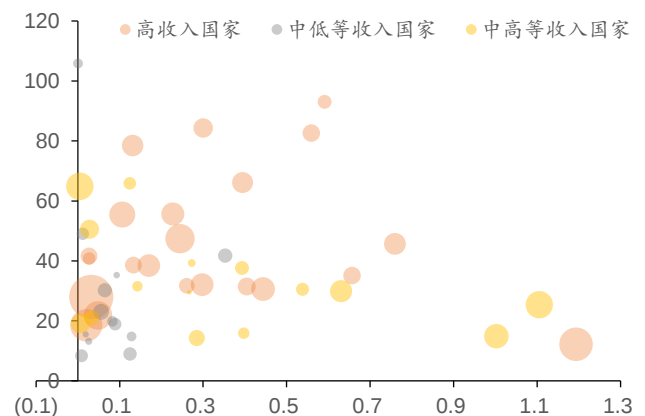
### 财政赤字：政府债务直接的决定因素

**政府债务的提高与财政赤字上升直接相关。**从理论上讲，政府的财政赤字一般通过发行国债的方式进行补偿，因此，更高的财政赤字往往与更高的国债发行相对应（另一部分的国债发行由借新还旧的续期需求构成）。因此，发达经济体政府部门债务的上升幅度高于新兴市场经济体，意味着其财政支出规模也高于新兴市场经济体。从当前各国公布的新冠疫情财政刺激规模来看，不同发展程度国家的财政刺激规模呈现较高的差异，新冠疫情财政刺激规模按照发达经济体>领先的新兴市场经济体（G20 中的新兴市场经济体）>其他新兴市场经济体>低收入发展中国家的顺序递减。

**财政支出规模与受疫情冲击程度（财政支出需求）没有显著的正相关关系。**对全球大多数国家来说，疫情的冲击来自于封锁经济导致的内需降低和来自于外部的冲击。因此，我们用疫情严重程度（确诊人数占总人口比例）衡量内需冲击程度，用各国外需依赖度衡量外需冲击程度，则受冲击越高的国家理应需求更高的财政刺激。但是从数据来看，财政刺激规模与所受经济冲击即财政支出需求程度无直接相关关系，而和国家自身的发展水平有关。低收入国家面临的冲击不弱于发达经济体，但是财政刺激却普遍偏少。

**图表17： 分地区新冠疫情财政刺激规模**

资料来源：IMF，华泰证券研究所

**图表18： 财政扩张规模与受疫情冲击程度没有显著的正相关关系**

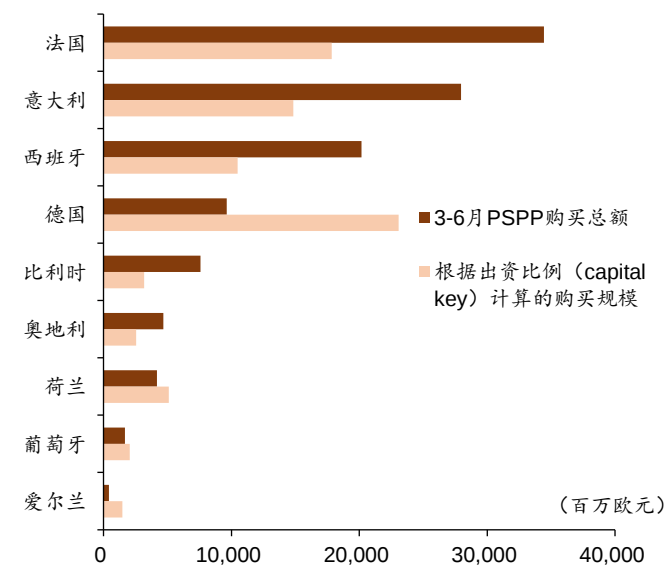
注：横轴表示新冠确诊数占总人口比重，纵轴表示出口金额/GDP 比例，气泡大小表示新冠线上财政刺激规模

资料来源：Bloomberg，IMF，华泰证券研究所

财政支出规模与各国的财政支出能力存在更强的关系。一方面，各国的财政支出能力受到强制的纪律约束如欧盟马约的限制，但是在疫情冲击的极端情况下，欧盟对其成员国的要求实质性放宽，纪律约束对欧盟国家扩张财政的限制暂时解除。另一方面，财政支出能力与各国自身举债能力有关，而举债能力则取决于经济增长潜力、政府的信用和央行的能力等多种因素。具体来看，经济增速越快的国家，偿还债务来源越丰富；当前政府部门杠杆率越低的国家，增加负债的能力越强；拥有强大央行的国家存在债务货币化的潜在能力，能够维持稳定的融资成本，其举债能力也相应更强。

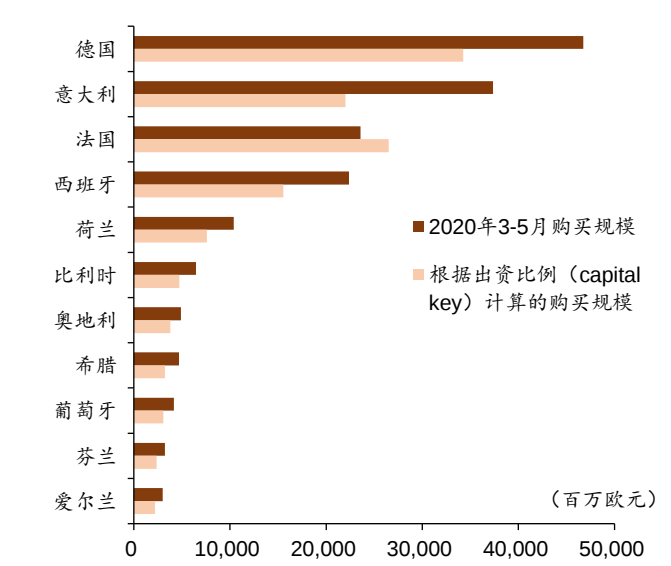
希腊、意大利等政府部门杠杆率较高的国家，依赖于欧央行的纾困政策，反而获得了较好地扩张政府债务的能力。欧央行在政府债务购买计划（PSPP）的基础上，额外推出紧急抗疫购债计划（PEPP），德国、法国、西班牙和意大利是欧元区中疫情最为严重的国家，欧央行在 PSPP 和 PEPP 中对遭受疫情冲击的国家进行额外的支持。欧央行在 PSPP 中购买了超出出资比例标准的法国、西班牙和意大利国债。PSPP 中德国国债购买规模较小，或受制于其 33% 存量的上限限制，但在 PEPP 中欧央行对德国国债进行了额外的购买（PEPP 不受制于 33% 的规模限制，但也按照各国出资比例设计成立）。同时，欧央行在 PEPP 中购买了希腊国债（希腊国债为非投资级，不被常规的 PSPP 所纳入），且欧央行接受希腊国债作为抵押品，这些措施很好地降低了资质较差的希腊国债的融资成本，增强了希腊政府的财政支出能力。6 月 9 日，希腊政府成功发行一批 10 年期债券，其发行利率为 1.55%，低于今年前两次希腊国债的发行利率 1.88% 和 2%，显示了欧央行对希腊国债支持政策的效果。此外，7 月 21 日，欧盟领导人就总额为 7500 亿欧元的欧洲复苏基金达成共识，欧盟的财政统一行动更进一步。基金所需资金将由欧盟委员会代表欧盟通过发债方式筹集，并利用未来欧盟预算逐步偿还。在欧盟的信用支持之下，意大利等遭受疫情冲击较为严重的国家将进一步受益。

图表19：欧央行 3-6 月 PSPP 政府债务购买规模



资料来源：ECB，华泰证券研究所

图表20：欧央行 3-6 月 PEPP 政府债务购买规模

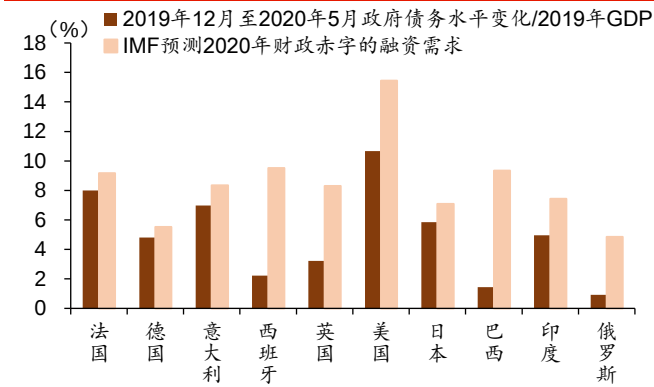


资料来源：ECB，华泰证券研究所

### 主权债务风险：后疫情时代的政府债务是否崩溃

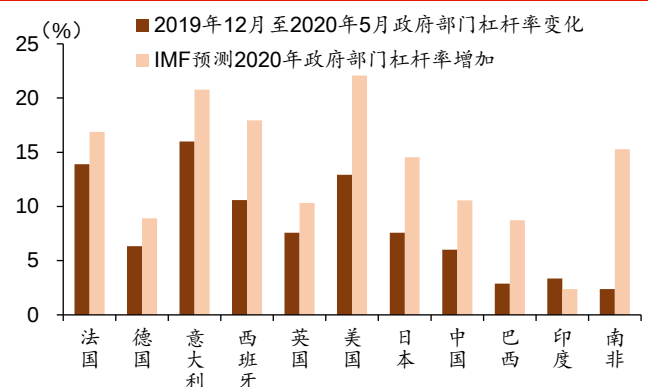
从今年来看，各国国债发行进度不同，部分国家尚有大规模的国债额度尚未发行，政府部门杠杆率料进一步提高。截至 5 月，大部分国家的政府债务规模变化与 IMF 预测的财政赤字所需融资仍有一定差距，各国的政府部门宏观杠杆率上升幅度与 IMF 预测的全年政府部门杠杆率提高幅度也有一定差距，结合前述日本等国的国债发行计划相对滞后，部分国家的政府部门杠杆率后续将进一步提高。IMF、彭博对于各国财政赤字、政府债务以及国债融资需求的预测值或是良好的参照对象。

图表21: 各国债务规模增长与全年财政赤字融资需求仍有差距



资料来源: IMF, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表22: 各国政府部门杠杆率与 IMF 预测仍有差距



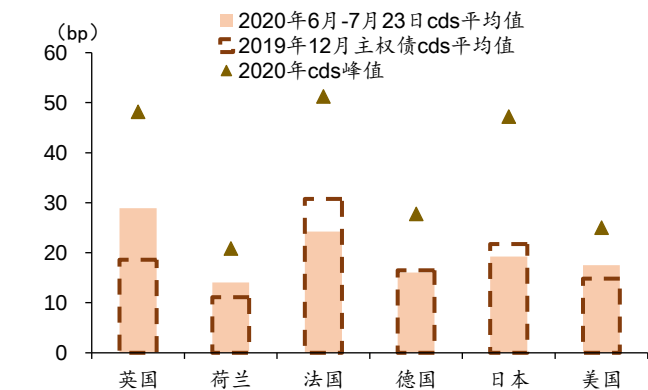
资料来源: IMF, Bloomberg, 华泰证券研究所

**哪些国家在后疫情时代可能面临更高的主权债务风险？**各国主权债务 CDS 利差可以反映各国的主权债务违约概率，面临更高违约风险的主权债务则需要更高的违约互换利差。我们对比主要国家今年以来主权债务 CDS 利差，其几乎都经历了先升高后下降的走势，3 月流动性危机时期，各国的 CDS 均大幅上升，但随着各国央行给予紧急流动性支持，全球主权债务 CDS 都有所下降，但下降幅度不同。从当前的 CDS 利差来看，各国的主权债务风险或面临三类明显的分化：

(1) 美国、日本、中国等具有较高经济优势和政府信用的国家，以及德国、荷兰等政府部门债务较低的国家，其主权债务 CDS 利差一般不超过 50bp，经历 3 月的快速上升之后，当前基本回到疫情前水平，说明这些国家的主权债务风险较小，主权债务风险与政府部门杠杆率高低并非直接相关，更重要的在于政府维持杠杆率（借新还旧）的能力。其中，尽管日本的政府部门杠杆率处于全球较高水平，但得益于日央行收益率曲线控制下稳定的长端收益率和较强的经济实力，其主权债务违约风险依旧较低。

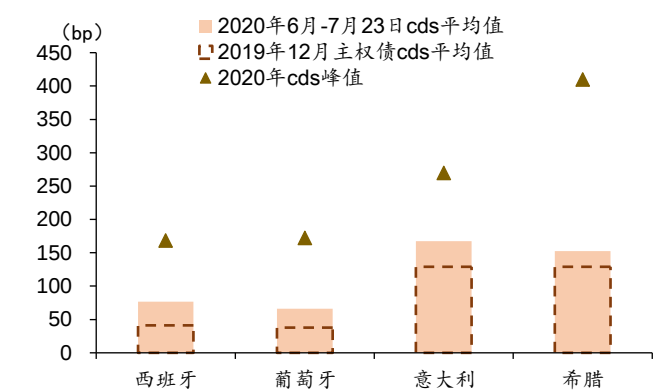
(2) 意大利、希腊等欧元区重债国。一国政府债务能否持续的关键在于国债的融资成本能否维持在较低水平。经历过欧债危机后，欧央行对其成员国的主权债务风险给予了高度的重视，其对意大利等国的资产购买支持使得这些国家可以保证较低的国债融资成本，因此可以较为顺利地进行借新还旧，其主权债务具有较高的可持续性，因此违约风险同样较低。这些国家的 CDS 利差仅较疫情水平有小幅上升，但其后续的风险情况依赖于欧央行的支持政策能否持续。

图表23: 主要发达经济体主权债务 CDS 变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表24: PIIGS 国家主权债务 CDS 变化

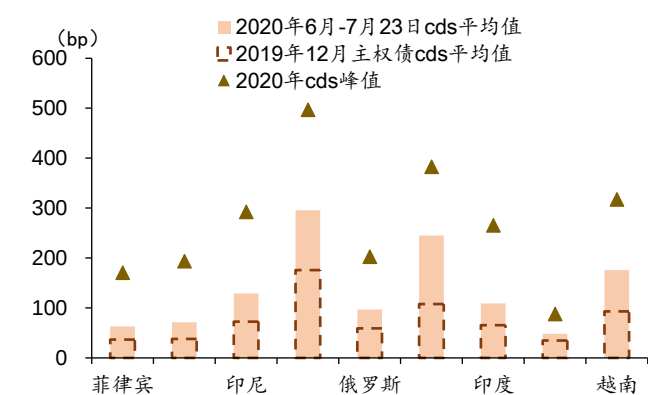


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

(3) 新兴市场经济体疫情爆发之后主权债务风险有所上升。中国、马来西亚等东亚、东南亚国家受疫情冲击较小且经济增长潜力在全球处于领先水平，其主权债务 CDS 一般在 100bp 以下，当前的利差仅略高于疫前水平。而巴西等拉丁美洲国家、印度等南亚国家的主权债务 CDS 利差较疫情前上升了近一倍。这些国家依赖短期资本流入和商品出口，容易爆发国际收支危机，如果出现本部贬值，外债规模被动扩大，存在发生主权债务危机的风险，尤其是外债规模较高、经济基础较为薄弱的中低收入国家将成为主权债务的集中风险点。今年阿根廷已经发生主权债务违约。

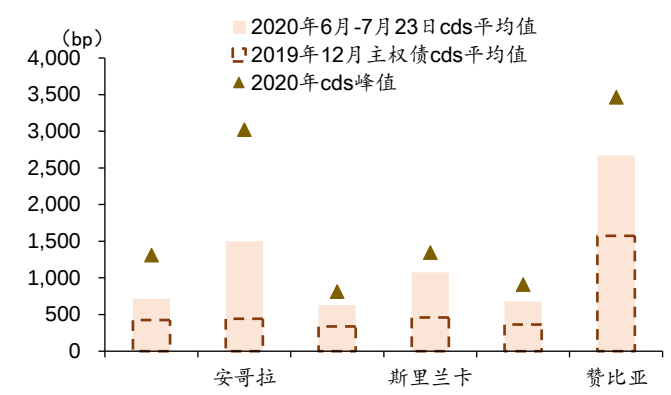
尽管新兴市场经济体和低收入国家的财政支出规模和政府部门杠杆率的上升幅度小于发达经济体，但其外债存量较高，疫情带来的内需和外需冲击使得经济增速降低，已经足够对其债务形成强烈的冲击。其危机的自我强化途径遵循如下逻辑：“经济增速降低——资本流出、汇率贬值——偿债压力提高——主权债资质降低——发行利率提高——债务风险进一步提高——资本流出、汇率贬值加剧——经济增速进一步降低”的循环。

图表25：中高收入新兴市场经济体主权债务 CDS 变化



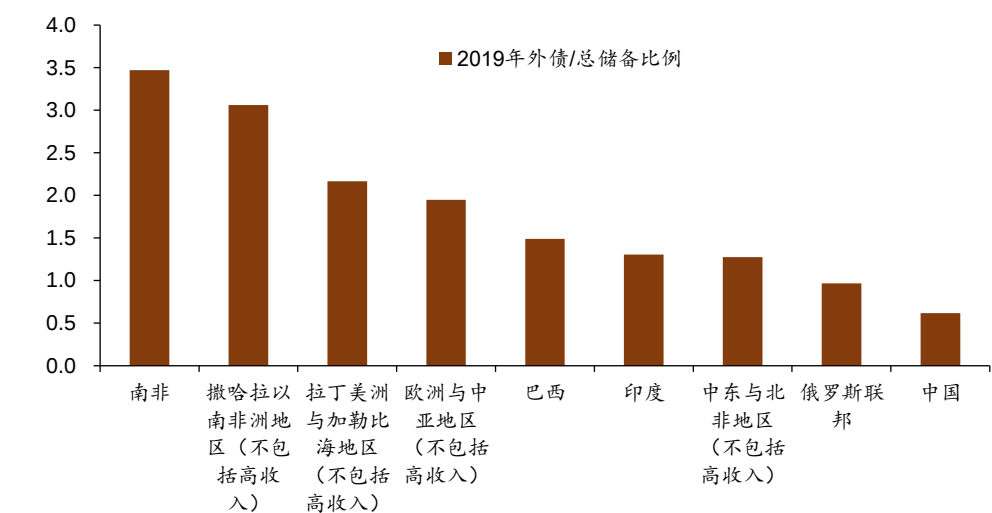
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表26：低收入国家主权债务 CDS 变化



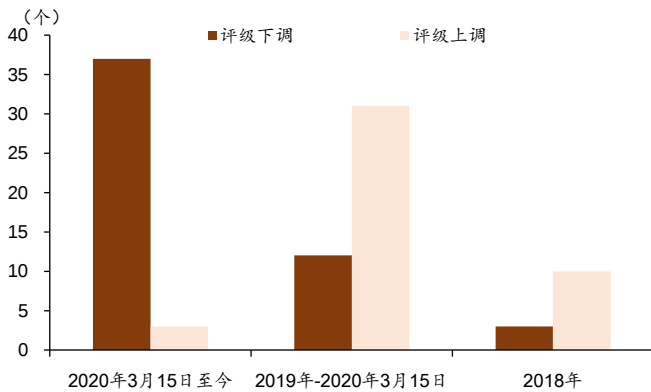
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表27：低收入国家外债占 GDP 比重



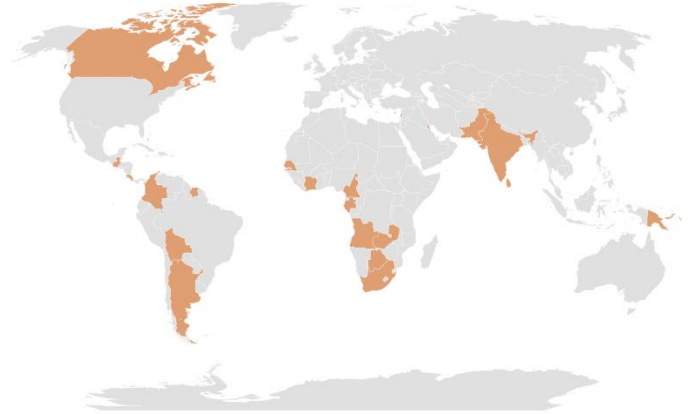
资料来源：IMF，华泰证券研究所

疫情发生后三大国际评级机构的主权债务评级下调数量已经远超常年水平，且当前的评级下调主要集中在南亚、非洲和拉丁美洲等中低收入国家，如果后续新冠疫情对经济造成更大的冲击，这些国家或面临较高的债务违约风险。

**图表28： 疫情后的长期主权外债评级下调数目大幅增加**

注：仅包含国际三大评级机构的长期主权外债调整

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

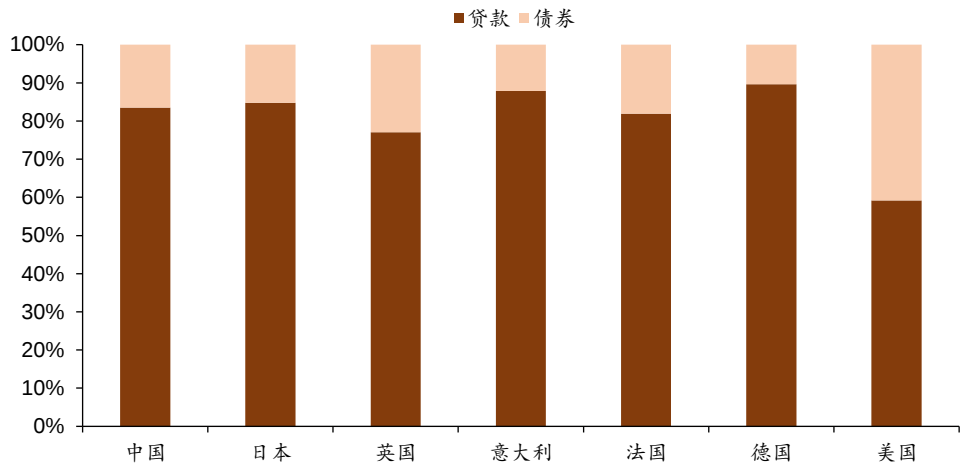
**图表29： 评级下调主要集中在新兴市场经济体尤其是低收入国家**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 疫情纾困政策支撑全球非金融企业部门的应急流动性需求

### BIS 口径下的非金融企业部门杠杆率

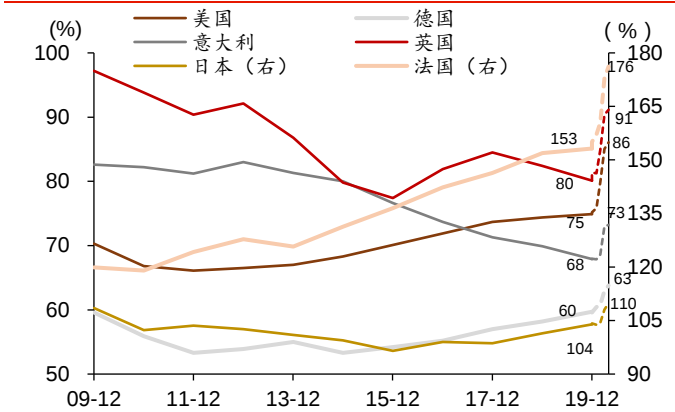
非金融企业部门的负债主要通过发行债券和向金融机构贷款筹集。其中，贷款是各国非金融企业部门主要的融资渠道。与政府部门一样，以资本市场的直接融资为主导的美国和英国的企业的债券融资比例相对更高，但仍未超过非金融企业部门总债务规模的 50%。因为各国均存在众多的中小企业，其无法从债券市场获得融资，因此，银行等信贷机构是主要的融资来源。

**图表30： 2019 年底部分国家非金融企业部门债务构成**

资料来源：中国人民银行，欧央行，美联储，华泰证券研究所

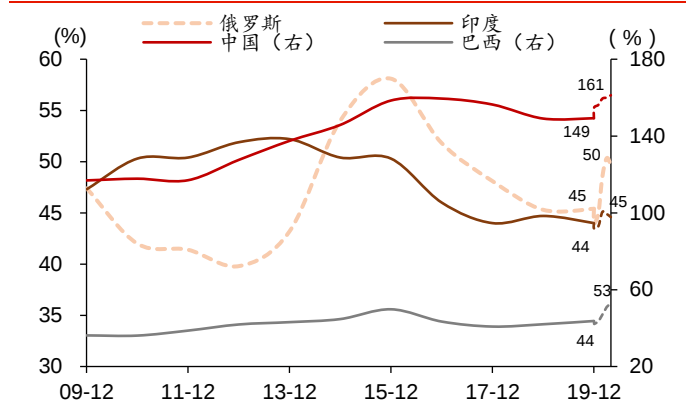
疫情爆发后各国非金融企业部门杠杆率增长显著。我们根据各国公司债发行和金融机构贷款数据测算 BIS 口径下的非金融企业杠杆率，结果显示各国非金融企业部门杠杆率均出现超出趋势性的上升。2019 年底至 2020 年 5 月，主要发达经济体的非金融企业部门杠杆率上升幅度大多在 5Pct 以上，其中，法国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 153.2% 上升至 5 月的 176%，位于所选取国家之首，其中近半由 GDP 下降贡献。美国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 75% 上升至今年 5 月的 86%。英国、日本的非金融企业部门杠杆率分别上升 11Pct 和 6Pct。意大利非金融企业部门杠杆率上升 5.3Pct，但主要由 GDP 增速贡献。德国杠杆率上升程度较小，约为 4Pct。选取的新兴市场经济体中，中国非金融企业部门杠杆率由 2019 年底的 149% 上升至今年 5 月的 161%，上升了 12Pct；巴西由 44% 上升至 53%；俄罗斯由 45% 上升至 50%；印度非金融企业部门杠杆率仅由 44% 上升至 45%。

图表31: 主要发达经济体非金融企业部门杠杆率估算



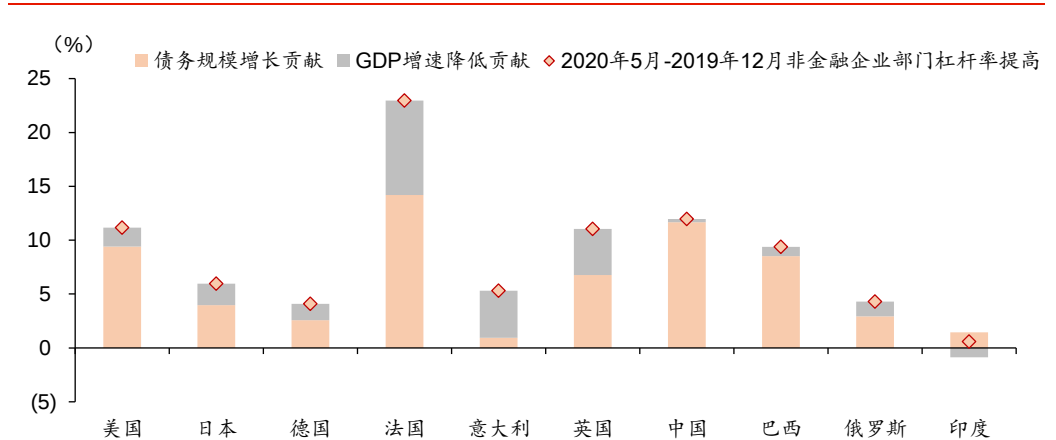
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表32: 主要新兴市场经济体非金融企业部门杠杆率估算



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

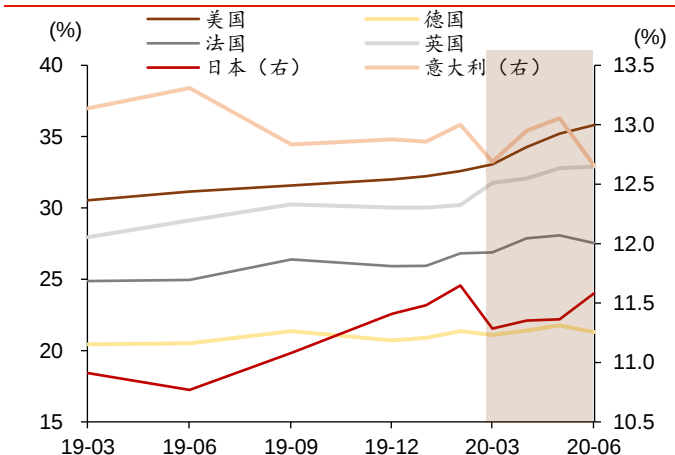
图表33: 非金融企业部门杠杆率上升贡献



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**公司债方面**, 发达经济体中美国、英国和法国的公司债存量规模上升较为显著, 与其政府和中央银行增强企业债券市场融资能力的纾困政策有关; 意大利、日本的公司债存量基本保持稳定; 新兴市场经济体中, 中国、巴西的公司债存量规模上升相对更加显著, 也与政策导向相关。从进度来看, 4-5 月是各发达经济体公司债存量规模上升最快的时期, 6 月各国公司债存量规模增速放缓甚至有所下滑, 而日本 6 月公司债规模有所上升, 与前文日本政府部门杠杆率的上升较为滞后一致, 与其 5 月 27 日第二轮刺激政策相关。

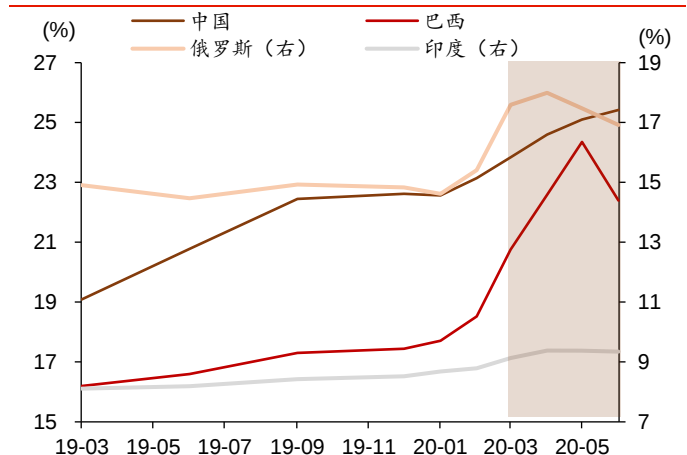
图表34: 主要发达经济体非金融公司债规模占 2019 年 GDP 比例



注: 仅选取彭博固定收益检索中的非金融、非政府机构发行的公司债。

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表35: 主要新兴市场经济体非金融公司债规模占 2019 年 GDP 比例

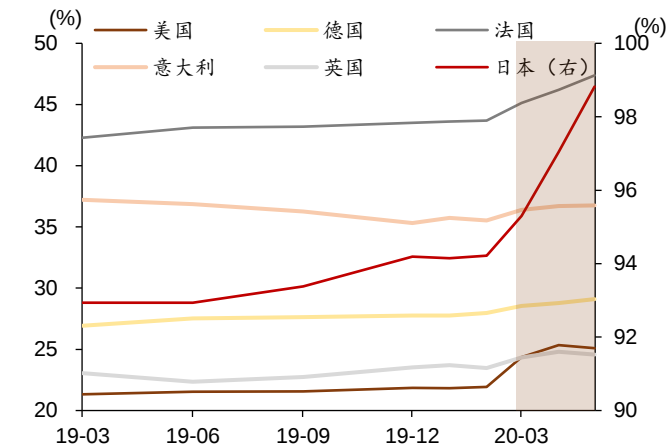


注: 仅选取彭博固定收益检索中的非金融、非政府机构发行的公司债。

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

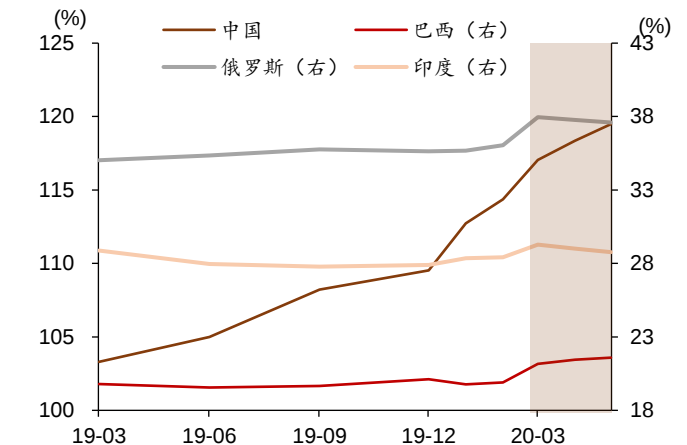
贷款方面，非金融企业部门的贷款可能来自于商业银行、信用社(credit unions)、GSEs、共同基金、财务公司等多种机构。其中，商业银行等存款性金融机构对非金融企业部门的信贷规模数据相对更好获得，我们的测算也基于商业银行（存款性金融机构）的贷款进行等比例估算。具体来看，发达经济体中的日本、法国、美国的存款机构对非金融企业信贷增长较快；新兴市场经济体中的中国的非金融企业部门银行贷款增加较为显著。进度来看，4 月份同样是大部分发达经济体非金融企业银行贷款存量上升最快时期；中国非金融企业银行贷款存量上升较快的月份为 3 月，4-5 月上升速度有所下滑；而印度和俄罗斯的非金融企业银行贷款存量在 3 月上升后的 4-5 月反而有所下降。

图表36：主要发达经济体银行对非金融企业信贷存量/2019 年 GDP



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表37：主要新兴市场经济体银行对非金融企业信贷存量/2019 年 GDP

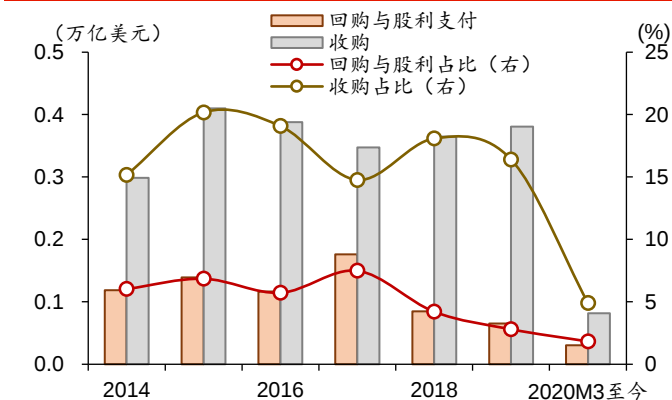


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 特征一：兼并收购、回购与股利支付等需求让位于流动性需求

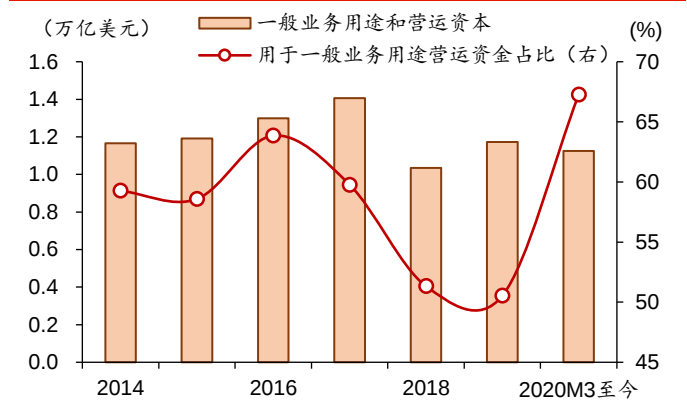
新发行公司债资金用途方面，一般业务用途和营运资本用途的比例明显上升。近年来，发达经济体尤其是美国已经逐渐发展起依靠债务融资进行兼并收购等资本性开支活动和股票回购、股利支付等市值管理活动，由此支撑起近年来非金融企业部门债务的增长，但疫情爆发以来，这种需求已经让位于一般业务用途如支付房租工资等，和用于营运资本的流动性需求。

图表38：北美西欧公司债兼并收购、回购与股利支付用途下降



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表39：北美西欧公司债流动性需求用途上升

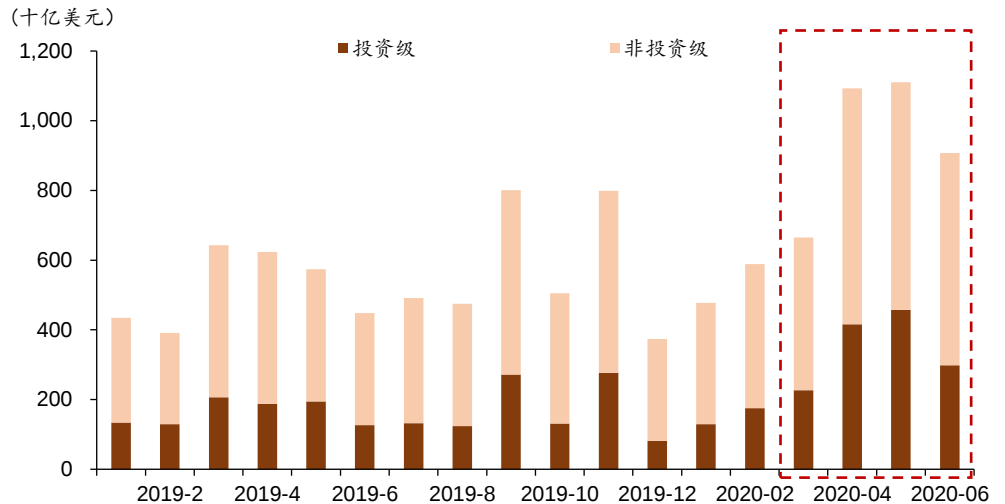


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 特征二：投资级与非投资级债券发行均有所上升

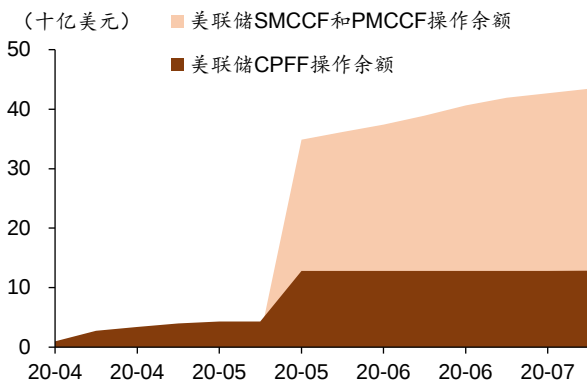
新发行公司债评级方面，投资级与非投资级债券发行规模均有所上升。我们选取全球公司债发行数据进行研究，发现今年 4 月以来，投资级和非投资级的公司债发行均有所上升。这与政府和央行对企业信贷的纾困支持政策有关。具体到美国方面，美联储开展针对债券市场的 CPFF、SMCCF 和 PMCCF 等货币政策操作，起到了稳定市场预期作用，有效地降低了投资级和非投资级债券的 CDS 利差。在此支持之下，企业可以利用较为宽松的货币环境进行低成本融资，即使是非投资级债券也得以在低利率环境之下顺利发行。

图表40： 投资级与非投资级公司债发行



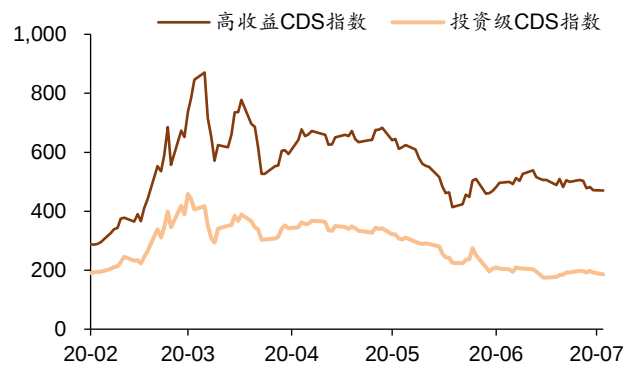
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表41： 美联储开展 CPFF、SMCCF 和 PMCCF



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表42： 美联储进行紧急流动性工具操作后企业债 CDS 利差下降

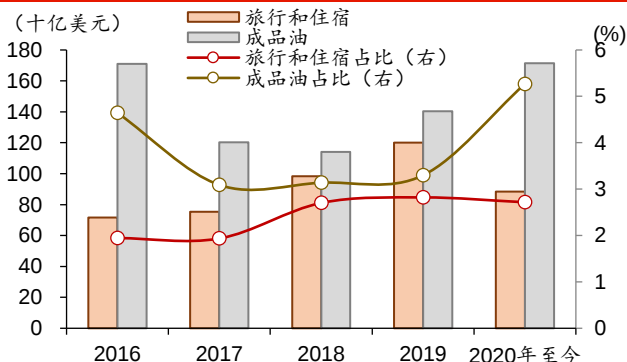


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**特征三：受疫情影响较大的行业获得更高比例的融资**

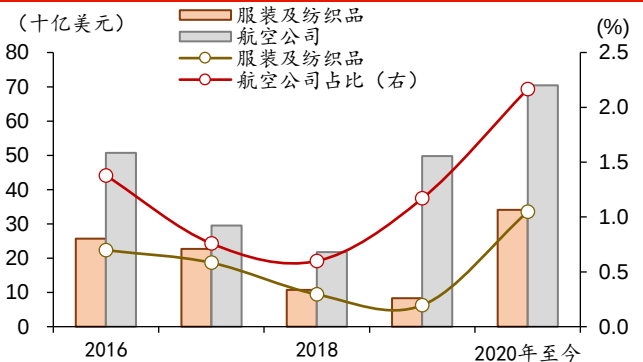
行业层面，能源、耐用消费品、餐饮、住宿等行业受到疫情冲击较大，而公司债发行恰恰也向这些行业倾斜。根据全球公司债发行数据，航空公司、服装及纺织品以及成品油行业的发债规模与比例均明显上升，旅行和住宿行业的发债比例也保持稳定。受影响较大行业的基本面冲击较大，盈利下滑或更明显，但仍能取得与往年相当比例的债券融资甚至有所上升，与政府和中央银行的纾困政策不无关系。

图表43： 成品油行业发债有所上升，旅行和住宿行业发债保持稳定



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表44： 航空公司和纺织行业发债大幅上升



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 特征四：中小企业同样获得救助

图表45： 2020Q1-2020Q2 世界各国的“救急”政策

| 国家/地区 | 日期    | 救急政策                                                                      |
|-------|-------|---------------------------------------------------------------------------|
| 中国    | 1月31日 | · 央行宣布安排3000亿元专项再贷款，向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息。                        |
|       | 2月26日 | · 央行增加再贷款、再贴现额度5000亿元，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷                                  |
|       | 3月16日 | · 央行实施普惠金融定向降准，定向降准0.5至1个百分点。对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点。                   |
|       | 3月27日 | · 中央政治局会议提出将发行1万亿特别国债。                                                    |
|       | 4月3日  | · 央行实施定向降准1个百分点。                                                          |
|       | 4月7日  | · 央行将超额率从0.72%下调至0.35%。                                                   |
|       | 4月15日 | · 央行下调1年期MLF利率20BP至2.95%。4月24日，央行下调TMLF利率20BP至2.95%。                      |
|       | 4月15日 | · 采取对小微企业和个体工商户减免增值税、提高部分产品出口退税率等措施。                                      |
|       | 4月22日 | · 推动对承租国有房屋的服务业小微企业和个体工商户免除上半年3个月租金。                                      |
| 美国    | 3月11日 | · 宣布规模达300亿英镑的财政刺激措施，卫生系统和其他公共服务系统将获得额外50                                 |
|       | 3月20日 | · 于20日启动债券购买计划，20日购买51亿英镑国债。                                              |
|       | 3月20日 | · 考虑给工人补贴，暂时免征个人所得税。                                                      |
|       | 3月21日 | · 在六月底前暂停向企业征收增值税，推迟下一季度的增值税缴纳。                                           |
|       | 3月24日 | · 提出300亿英镑的经济刺激方案，包括为小型企业免除部分税务等措施。                                       |
|       | 4月27日 | · 宣布新的小型企业小额贷款计划，并称贷款应在获批后的一天内到账。                                         |
| 意大利   | 4月3日  | · 意大利将为企业提供额外的2000亿欧元担保。                                                  |
|       | 4月3日  | · 意大利向针对企业的担保基金注入了4000亿欧元。                                                |
|       | 4月3日  | · 财政部拨款10亿欧元用于为出口信贷机构和国家贷款机构提供担保，意大利将为企业提供额外的2000亿欧元担保。                   |
|       | 4月27日 | · 意大利将为中小型企业提供150亿欧元的资金。                                                  |
|       | 4月30日 | · 将设置250亿欧元的刺激计划来帮助雇佣者和自主业者，政府将设置150欧元的刺激计划来帮助企业。                         |
| 日本    | 3月10日 | · 对那些受到疫情打击的中小型企业进行支援，将特殊融资提高至1.6万亿日元。                                    |
|       | 4月3日  | · 日本的抗疫方案将包括为中小型企业提供1000亿日元资金，将发行1.8万亿日元的10年期国债。                          |
|       | 4月3日  | · 日本为经济刺激法案编制了规模为16.8万亿日元的额外预算，将为家庭派发总额为4万亿日元的现金，为小型企业提供2.3万亿日元资金         |
|       | 4月5日  | · 日本拟发行额外的约16万亿日元日本国债；计划宣布价值约108万亿日元的经济刺激                                 |
|       | 4月17日 | · 日本编制了25.7万亿日元的额外预算，用于经济刺激；日本将支付12.9万亿日元用于向家庭派发现金。                       |
|       | 5月22日 | · 央行推出规模约30万亿日元的贷款计划，以支持在疫情期间陷入困境的小企业。                                    |
|       | 6月9日  | · 央行将企业支持计划扩大至逾100万亿日元。                                                   |
| 欧盟    | 3月28日 | · 拨款370亿欧元资金用于抗击疫情。                                                       |
|       | 4月10日 | · 欧盟财长达成规模5900亿美元的疫情应对方案。                                                 |
|       | 4月15日 | · 欧盟修订了其2020年预算，增加了31亿欧元用于应当目前欧盟各国面对的新冠危机                                 |
|       | 4月23日 | · 起草新的预算草案，预计将动用2万亿欧元。此外，欧盟委员会可能设立3000亿欧元的定向复苏基金。                         |
|       | 5月26日 | · 各国政府同意通过欧洲投资银行基金调动2000亿欧元的资金。                                           |
|       | 5月26日 | · 欧盟委员会提议设立7500亿欧元的经济复苏基金。                                                |
|       | 6月5日  | · 欧洲央行将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大6000亿欧元至1.35万亿欧元。                                |
| 美国    | 6月9日  | · 批准向企业拨款3.14亿美元用于对抗疫情和恢复运营。                                              |
|       | 3月16日 | · 将联邦基金利率降低100bp至0-0.25%的区间。                                              |
|       | 3月17日 | · 财政部向美联储提供100亿美元的信贷保护。                                                   |
|       | 3月24日 | · 美联储宣布推出共计7000亿美元的QE，将购买至少5000亿美元的国债和2000亿美元的机构MBS。                      |
|       | 4月3日  | · 美国小企业局处理了180亿的援助贷款，已经发放4亿美元的纾困贷款。                                       |
|       | 4月10日 | · 美联储宣布将采取进一步措施提供高达2.3万亿美元贷款。                                             |
|       | 4月23日 | · 美国参议院通过了4840亿美元的新一轮抗疫纾困法案，为全球应对新冠病毒提供额外的2.7万亿美元资金。                      |
|       | 5月20日 | · 宣布规模190亿美元的美国农业救助计划的规则，计划覆盖范围内的农民下周便可开始提出救助申请。                          |
| 法国    | 6月16日 | · 考虑推出1万亿美元基础设施投资计划以刺激经济。                                                 |
|       | 3月26日 | · 进一步采取措施帮助企业应对疫情，包括允许企业延期缴纳社会保险金、减税、放宽企业员工中失业补助限制、加强法国国家投资银行对中小企业的资金支持等。 |
|       | 4月15日 | · 法国政府计划在预算中将应对危机的援助计划的资金增加100亿欧元至1100亿欧元。                                |
| 德国    | 5月15日 | · 政府推出总额达180亿欧元的救助计划，以扶持旅游业。                                              |
|       | 3月9日  | · 4月1日开始至年底，放宽劳务补助政策，对受疫情影响减少工时的劳工提高补助标准                                  |
|       | 3月20日 | · 计划为受到疫情影响的企业和银行提供规模5000亿欧元的一揽子援助措施。                                     |
|       | 3月20日 | · 计划提供至少1000亿欧元特别预算来应对疫情危机，此预算完全通过发行债券融资                                  |
|       | 3月21日 | · 计划增加逾1500亿欧元的额外预算，额外预算将会从发行新债券融资，以帮助小型企业与低收入者。                          |
|       | 3月22日 | · 再拨款250亿欧元用于缓解应对疫情情况下公共卫生和经济等方面面临的困难；                                    |
|       | 3月25日 | · 宣布多项提振经济举措，包括批准总额120多亿欧元、为期4年的基建投资，为企业提供贷款等。                            |
|       | 4月3日  | · 将发行40亿欧元的12个月期零息债券。                                                     |
|       | 4月22日 | · 德国政府计划推出总值45亿欧元的税收援助计划。                                                 |
|       | 5月26日 | · 通过1300亿欧元的一揽子经济复苏计划，涉及儿童补贴、降税、扶持企业等救助措                                  |
|       | 6月17日 | · 批准700亿美元的债务融资。                                                          |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情冲击之下，各国中小企业遭受了严重的冲击，中央银行因此推出了多种针对中小企业的政策刺激，中小企业可以获得直接的豁免性救助或者低息贷款，一定程度维持了中小企业的运行。

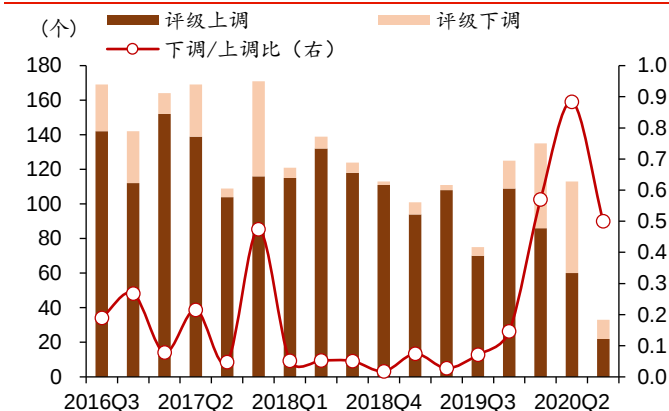
综上所述，疫情爆发后非金融企业部门杠杆率的提高得益于需求和供给两方面的扩张。需求层面，盈利下滑、应急需求增加使得企业对信贷的需求增多，企业急需贷款以维持经营。供给层面，美联储等央行的纾困政策成为非金融企业部门杠杆率的主要推动力。

### 非金融企业部门债务的未来：倒与不倒？

**新冠疫情之下债务违约率大幅提高。**非金融企业部门杠杆率提高的同时，企业评级下调频繁发生，违约金额大幅提高。企业债务规模的提高主要依赖于政府和央行支持下融资成本维持在较低水平。但如此大幅的经济下行导致融资需求较为强大且普遍存在，而央行和政府信用支持的供给是有限的，因此，倒闭和依靠贷款维持运营的企业并存。

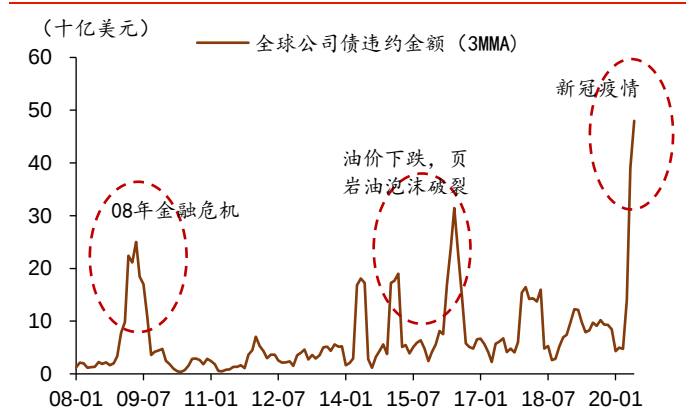
在疫情冲击消退之前，受冲击的企业只存在两条处置路径：其一，能够获得政府资源的企业依靠政府的支持提高自身杠杆率；其二，无法获得支持的企业无法继续经营，申请破产后导致被动去杠杆。说明疫情冲击之下债务重组和债务增长将同时发生。当前阶段，美联储、欧央行等中央银行的支持政策起到了主要的作用，债务上升速度快于被动去杠杆速度，因此债务规模得以不断上升。

图表46：标普对北美公司的评级调整历史



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

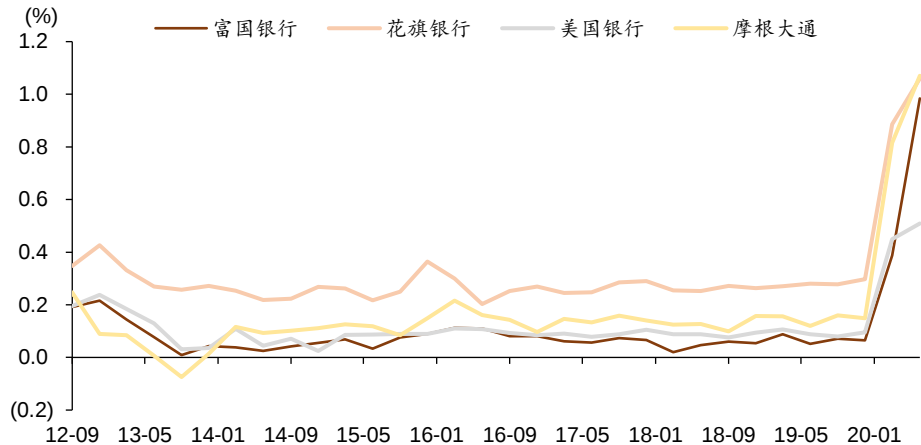
图表47：疫情后全球公司债违约金额大幅提高



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

后续来看，在疫情结束和经济基本复苏至疫前水平之前，非金融部门杠杆率提高与债务违约率提高将并存，信贷资质下降与宽松政策也将并存，僵尸企业有所增多，非金融企业部门债务风险上升成为确定性事件。从融资需求来看，政府救助之下，信用有所下沉，非投资级企业也能发行更多的债券，小企业也能受到一定的救助。企业倒闭使得银行直接受损，得到救助的企业虽然暂时免于倒闭，但是其盈利水平的下降和债务的提高无疑增加了银行的困境，逆向选择的问题在疫情期间也更加严重，银行持有资产的资质降低，增加了银行的风险暴露。因此，银行需要计提更多的贷款损失拨备以应对可能发生的违约事件。从融资供给来看，当前阶段的融资提供主要在于政府和央行的纾困政策，受助企业苦苦支撑，抑或演变成僵尸企业。但政策的持续性和政策空间都面临一定的考验，当纾困政策到期，而经济尚未有效复苏，强制的去杠杆就将发生。因此，后续疫情的持续时间、经济复苏的速度以及政府和央行的政策空间将成为决定非金融企业部门杠杆是否崩溃的关键。

图表48： 美国四大银行贷款损失准备占总贷款比例大幅上升



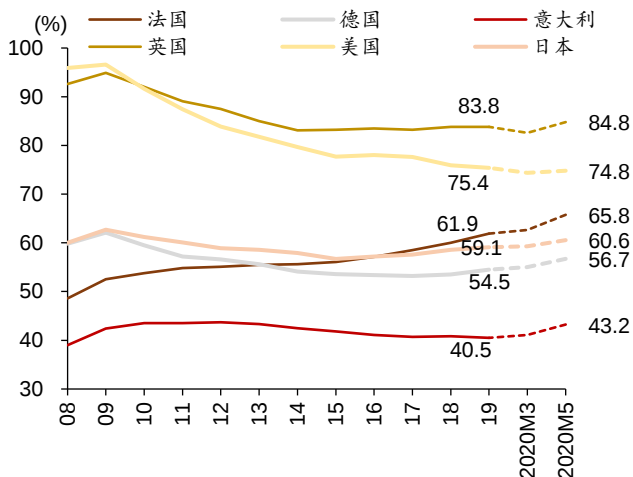
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 供需两端共同压制全球居民部门杠杆率

### BIS 口径下的居民部门杠杆率

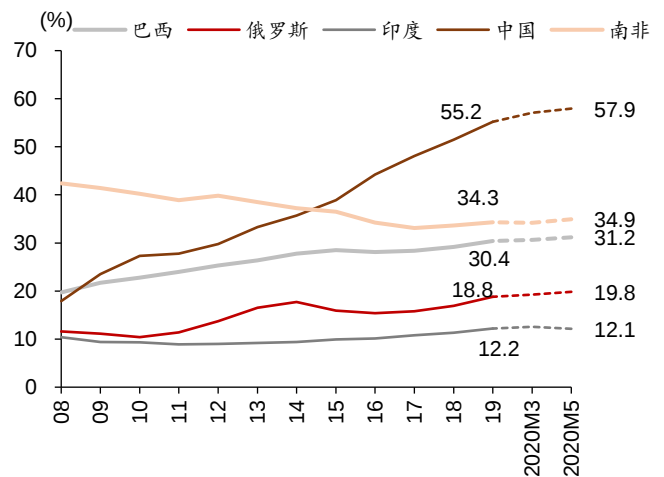
居民部门一般无法通过债券进行负债，仅有少部分服务于居民的非盈利组织（NPISH）能够通过发债的方式进行融资，因此积累一定的证券化债务，但居民部门债务仍以贷款为主。各国存款类金融机构对居民部门信贷规模与 BIS 口径下的居民部门债务规模较为一致，我们以此测算各国居民部门杠杆率的变化。根据我们的测算，全球主要国家居民部门杠杆率并未出现明显的高于趋势性的增长。

图表49： 主要发达经济体居民部门杠杆率变化



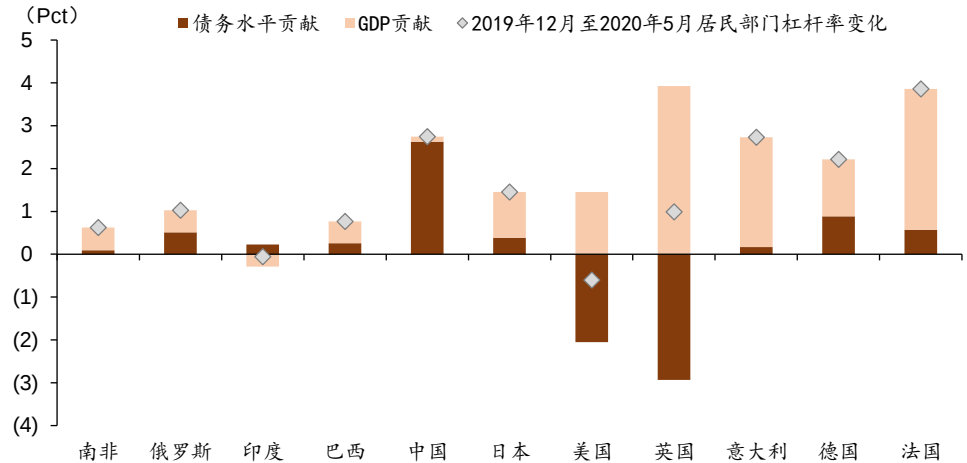
资料来源：Bloomberg，BIS，华泰证券研究所

图表50： 主要新兴市场经济体居民部门杠杆率变化



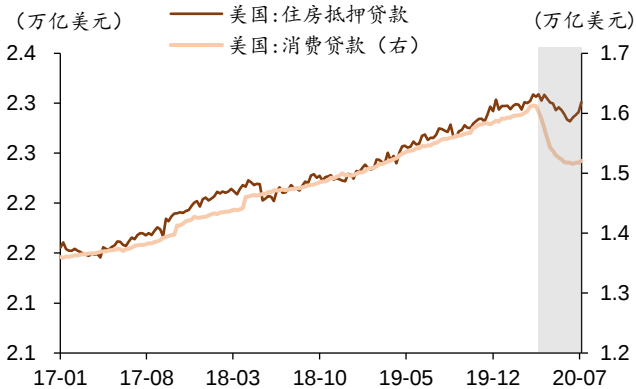
资料来源：Bloomberg，BIS，华泰证券研究所

如果剔除 GDP 增速下滑的影响，大部分国家的居民部门债务增长将低于其趋势性。我们对居民部门杠杆率变化的贡献因素进行拆分，发现主要发达经济体居民部门杠杆率的温和增长来源于 GDP 增速的大幅下行。剔除 GDP 增速影响，今年 5 月，美国和英国居民部门债务规模增长对杠杆率增长的贡献分别为-2.1Pct 和-2.9Pct，我们选取的新兴市场经济体中，仅中国的居民部门债务规模增长对杠杆率增长的贡献达到 2.6Pct 以上，与中国经济较快修复相关。其他发达经济体和新兴市场经济体的居民债务规模增长对杠杆率增长的贡献均在 1Pct 以内。

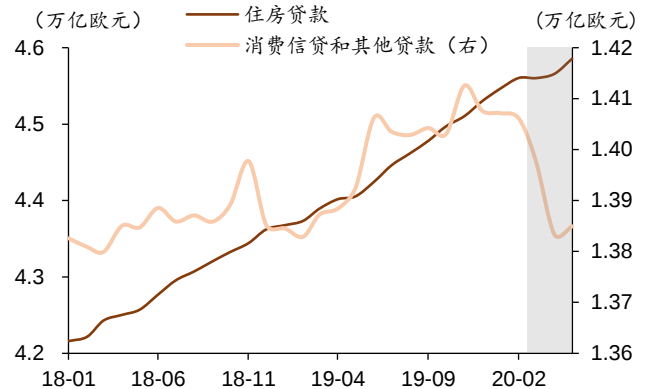
**图表51： 各国居民部门杠杆率提高主要由 GDP 下滑推动**

资料来源：Bloomberg, BIS, 华泰证券研究所

具体来看，住房抵押贷款和消费贷款均会受到疫情的冲击。疫情爆发之后，美国住房抵押贷款和消费信贷均出现下滑；欧元区消费信贷显著下滑，住房贷款增速有所放缓。此外，美国等国的抵押贷款拖欠率有所提高，或与政府纾困政策中允许延期偿还抵押贷款有关。

**图表52： 疫情后美国住房抵押贷款和消费信贷均出现下滑**

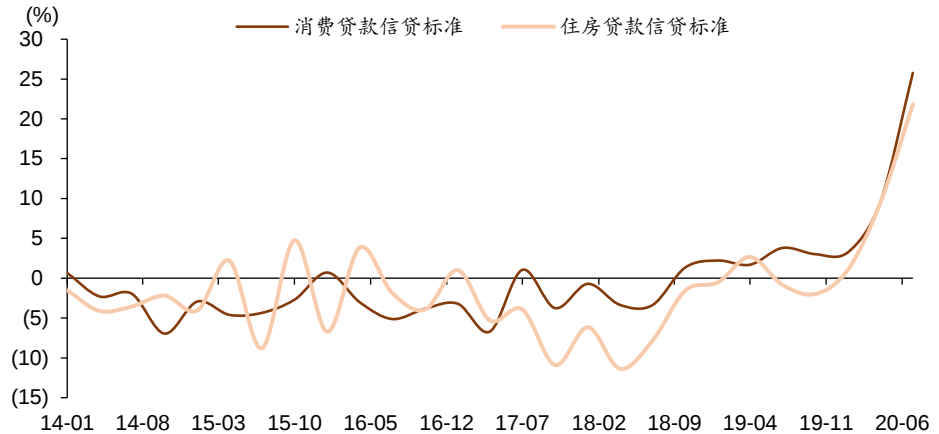
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表53： 疫情后欧元区住房贷款增速放缓，消费信贷下滑**

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

### 信贷供给：银行提高信贷标准

居民部门杠杆率的收缩一方面来自于信贷供给端的银行提高信贷标准。疫情冲击之下，大规模失业发生，政府对居民部门的纾困政策主要通过直接的补贴形式发放，极少对居民部门信贷进行支持。因此，银行鉴于居民未来收入的不确定性，或相应提高居民信贷的发放标准。欧元区银行信贷调查结果显示，2020 年 1-2 季度，欧元区商业银行对居民部门的信贷标准接连提高，对居民部门信贷形成压力。

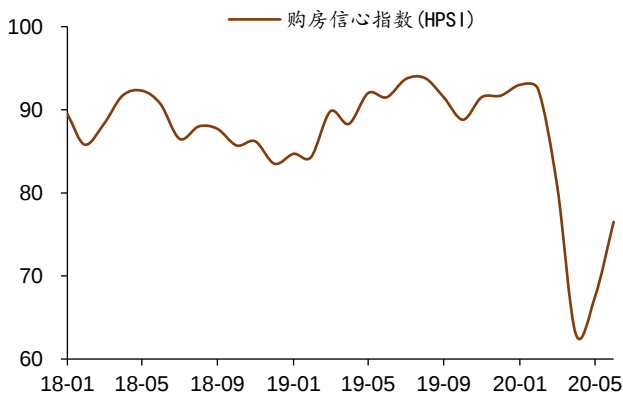
**图表54： 疫情后欧元区银行消费信贷和住房贷款信贷标准均有所提高**

注：数值表示报告信贷标准收紧的银行净百分比

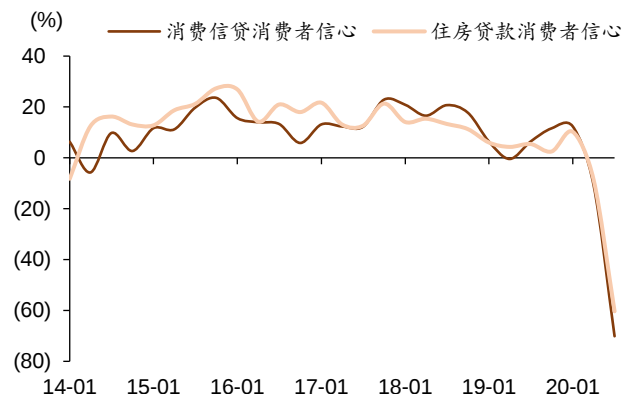
资料来源：ECB，华泰证券研究所

**信贷需求：收入下降制约信贷需求**

**居民部门杠杆率的收缩另一方面来自需求端因素。**首先，消费信贷面临直接的冲击。消费信贷与信用卡等信用支付方式相关，疫情之下消费受到强制性社交隔离和收入降低导致的财富效应拖累大幅走低，带动消费信贷不断走低。其次，住房抵押贷款的增长也受到影响，疫情后美国房地美购房信心指数下降，欧元区住房信贷消费者信心下滑，与社交隔离下的房屋购买活动降低和收入降低有关。

**图表55： 疫情后房地美购房信心指数下降**

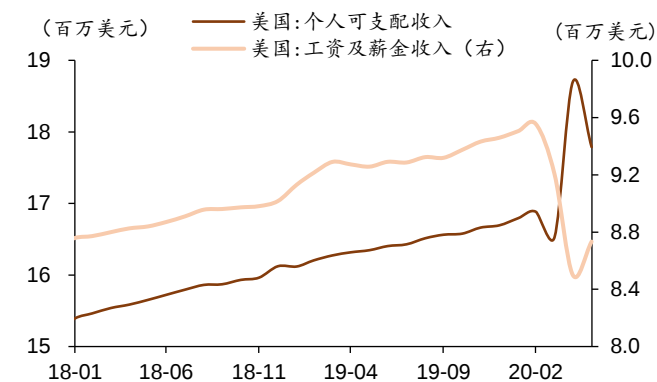
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表56： 疫情后欧元区住房信贷与消费信贷消费者信心下滑**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

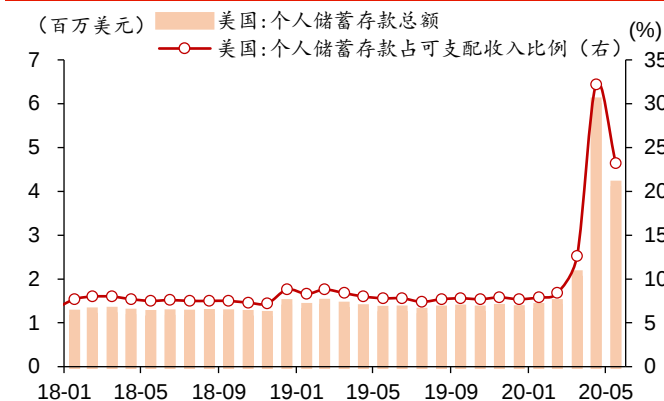
**后续来看，居民部门杠杆率面临更大的下行压力。**居民收入方面，美国 4-5 月居民可支配收入大幅增加，但其主要来源于政府的直接转移支付，工资及薪金收入则大幅下滑。在政府救助政策逐渐到期的情况下，收入增长的可持续性存疑。此外，疫情冲击导致失业潮，居民因此大幅提高储蓄水平，使得消费和购房需求进一步下滑，均对居民部门杠杆率形成较大的压制。

图表57： 疫情后美国人均可支配收入上升，但是工资收入下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 疫情后美国储蓄率大幅提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 疫情后中国宏观杠杆率的结构变化

### CNBS 口径下中国宏观杠杆率

中国社科院国家资产负债表研究中心 (CNBS) 同样通过“债务余额/GDP”来测算宏观杠杆率。通过加总政府部门、居民部门和非金融企业部门三个实体经济部门的杠杆率来获得宏观杠杆率。GDP 采用名义 GDP 四个季度的移动加总。

分部门来看, 据 CNBS 的统计资料显示, 政府部门债务为国债余额和地方政府债务余额的总和。居民部门的债务余额为金融机构本外币信贷收支表中的住户贷款。非金融企业部门债务包括企业贷款、债券融资和表外融资 (委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票)。

CNBS 按季度公布中国宏观杠杆率, 一般滞后 2 个月左右发布, 优先于 BIS 发布, 时效性较强。相较于 BIS, CNBS 在统计政府部门杠杆率时, 剔除了地方隐性债务, 避免了总杠杆率水平的高估。因此, CNBS 对国内实体经济杠杆率的衡量, 更具科学性、准确性和及时性。我们结合 CNBS 口径的杠杆率数据来考查疫情后国内宏观杠杆率的变化情况。

图表59: 宏观杠杆率的异同比较

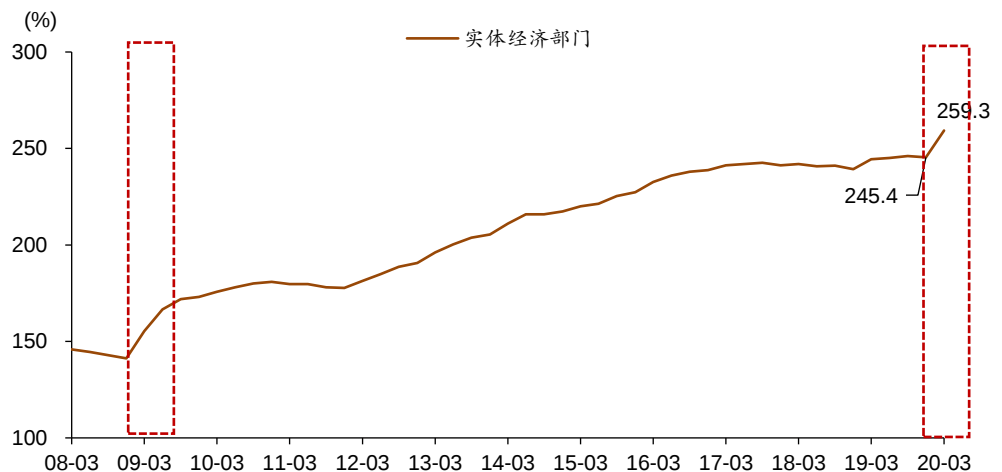
| 异同点          | 国际清算银行 (BIS)                                                     | 中国社科院 (CNBS)  |
|--------------|------------------------------------------------------------------|---------------|
| 同            |                                                                  |               |
| 测算公式一致       | 债务余额/名义 GDP。其中, 债务余额为政府、居民、非金融企业三部门债务加总, 名义 GDP 为四季度名义 GDP 移动加总。 |               |
| 异            |                                                                  |               |
| 发布时间         | 滞后报告期约 6 个月                                                      | 滞后报告期约 2 月    |
| 跨国可比性        | 便于跨国比较                                                           | 不便于跨国比较       |
| 政府债务口径不一致    | 包含地方隐性债务                                                         | 剔除部分隐性债务      |
| 非金融企业债务口径不一致 | 包含地方隐性债务                                                         | 剔除政府债务包含的隐性债务 |

资料来源: BIS, CNBS, 华泰证券研究所

### 我国一季度宏观杠杆率——基于公布数据的分析

疫情爆发以来, 在稳增长和逆周期调节的各项政策支持之下, 一季度国内宏观杠杆率创历史新高。据 CNBS 最新公布的数据显示, 一季度中国实体经济部门 (非金融部门) 宏观杠杆率为 259.3%, 较上年末宏观杠杆率上升 13.9 个百分点, 比 2009 年一季度宏观杠杆率的上升幅度低 0.3 个百分点。2008 年末为应对金融危机的冲击, 推出了大规模经济刺激计划, 因此, 2009 年一季度宏观杠杆率大幅上涨, 较 2008 年末上升 14.2 个百分点。总体来看, 我国宏观杠杆率的上升幅度不亚于发达经济体, 原因在于我国的疫情最先爆发, 也最先实施政策对冲, 也正是由于这些刺激政策, 我国经济得以较快复苏, 但积累的债务与杠杆无疑成为市场的担忧。我国过去几年的去杠杆政策和金融供给侧改革取得成效, 为当前的杠杆率上升提供了一定的空间。

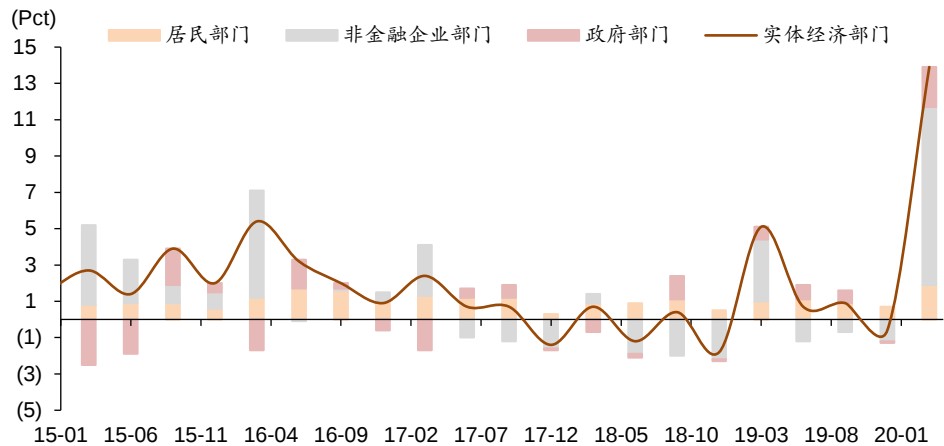
图表60: 2020Q1 宏观杠杆率攀升至 259.3%



资料来源: CNBS, 华泰证券研究所

非金融企业部门是疫情后我国宏观杠杆率上升的主要原因。一方面，一季度经济增速负增长带动杠杆率上行。据 CNBS 统计实体经济杠杆率的测算公式，一季度总产值的收缩，抬升了实体经济杠杆率。另一方面，从三大部门来看，大幅抬升的非金融企业的杠杆率，为实体经济杠杆率此次大涨的主要贡献因素，约占总增长幅度的 71%。非金融企业部门杠杆率为 161.1%，较去年末上升 9.8 个百分点。政府部门杠杆率上升至 40.5%，较去年末增长 2.2 个百分点；居民部门杠杆率上升至 57.7%，较去年末增长 1.9 个百分点。

图表61： 2015Q1-2020Q1 各部门杠杆率季度上升幅度

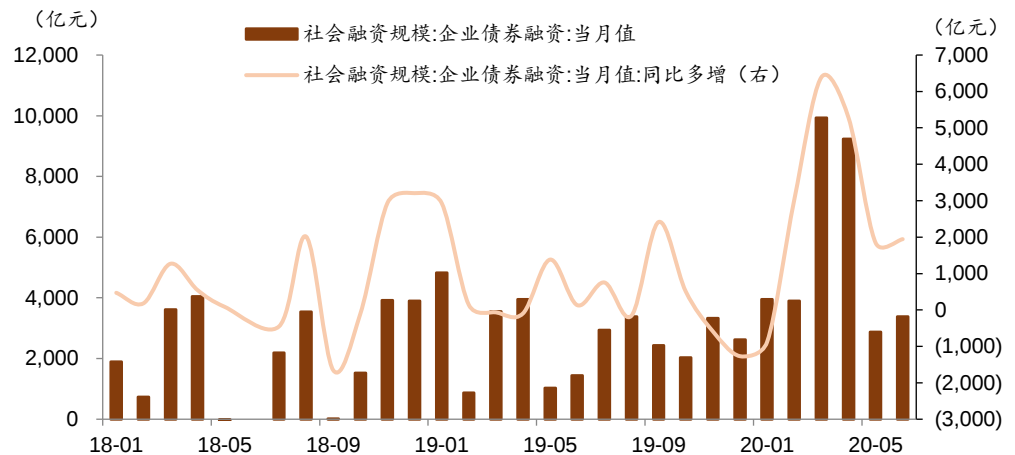


资料来源：CNBS，华泰证券研究所

我们认为，一季度杠杆率的上升主要有三个原因：

其一，一季度央行定向降准、专项再贷款、再贷款再贴现等工具发力，通过引导资金利率、债券利率下行，降低实体经济的融资成本。一季度，疫情正处高峰期，企业生产活动被迫暂停，但是企业融资同比仍多增，主要原因是政策对冲力度加大。从融资工具来看，非金融企业部门的两大融资工具——企业贷款和企业债券融资均有较大幅度增长。较低的融资成本使得1-3月份非金融企业及机关团体贷款分别同比增长10.57%，10.88%，11.95%，体现企业贷款需求稳步回温。3月企业债券融资新增规模创新高，达9934亿元。一季度信用债一二级市场较为火爆，同时疫情防控债券发行较多。2016-2017年的“去杠杆”政策使得非金融企业的杠杆率上扬趋势有所遏制，呈小幅下行的态势。“去杠杆”的效果较为显著，同时也给2020年一季度非金融企业杠杆率的上涨创造了条件。

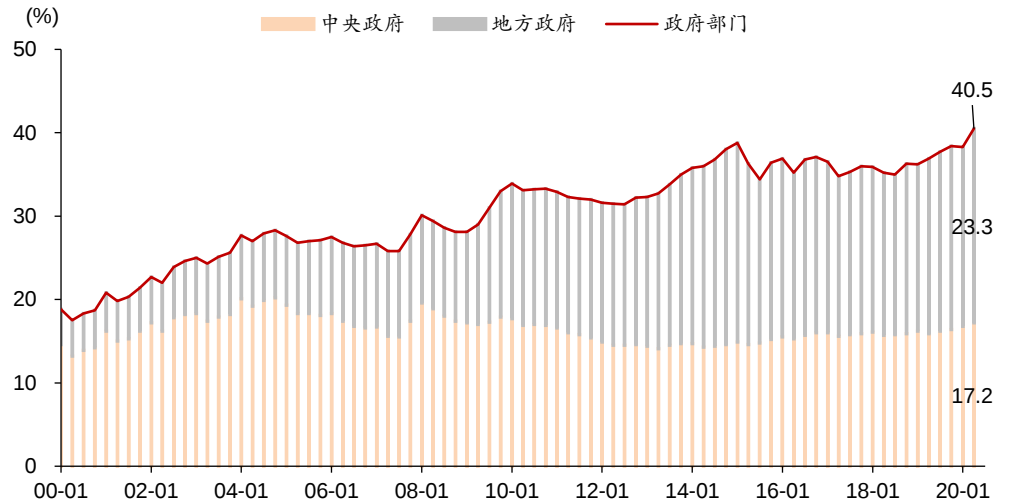
图表62： 2020 年 1-5 月企业债券融资当月值和当月同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其二，就政府部门债务而言，一季度政府债券新增规模累计达 15781 亿。债务扩张的主因是地方政府专项债的大规模发行。由于专项债不计入财政赤字，且可用于资本金，放大专项债资金的杠杆效应。因此在一季度外需面临衰退风险、消费受制疫情封禁的情况下，大规模发行专项债以撬动基建投资，进而托底经济。

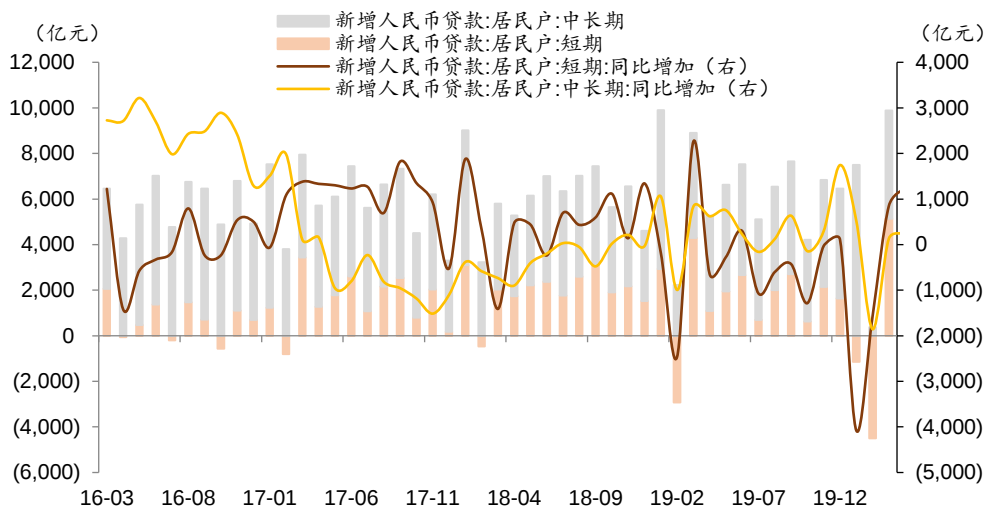
图表63： 2000Q1-2020Q1 政府部门杠杆率



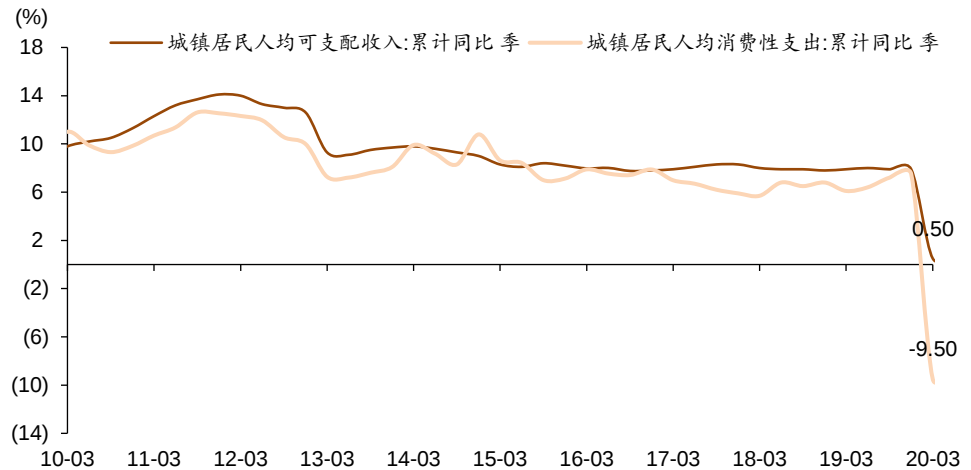
资料来源：CNBS，华泰证券研究所

其三，就居民部门而言，1-2月新增住户贷款大幅下行，短期贷款成主要拖累，但3月便开始恢复。2020年1月，新增短期住户贷款转负，2月进入更深的负值区间，拖累居民部门贷款下行，与疫情社交隔离措施下的可支配收入与消费支出降低有关。中长期贷款方面，1月新增住房贷款未受到疫情影响，但2月份受疫情影响同样大幅下滑。3月之后，短期贷款和中长期贷款均得以快速修复，重回甚至超过疫情前水平。

图表64： 2016年1月-2020年5月住户贷款同比增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表65： 2010Q1-2020Q1 城镇居民人均可支配收入和人均消费性支出累计同比**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**我国二季度宏观杠杆率——基于可比数据的测算**

鉴于 CNBS 公布的我国宏观杠杆率的最新数据测算期间为 2020 年一季度，数据的时效性较弱。因此，我们根据 CNBS 的统计口径和测算方法，试图测算 2020 年二季度的中国宏观杠杆率数据，以便于对国内债务和杠杆率水平进行更及时的跟踪。

我们沿用 CNBS 的测算方法，各部门杠杆率为各部门债务余额/四季度名义 GDP 的滚动加总。为了与历史数据的可比性，同样按照 CNBS 的统计口径来进行测算。下图为预测结果。

**图表66： 2018Q1-2020Q2 各部门债务情况**

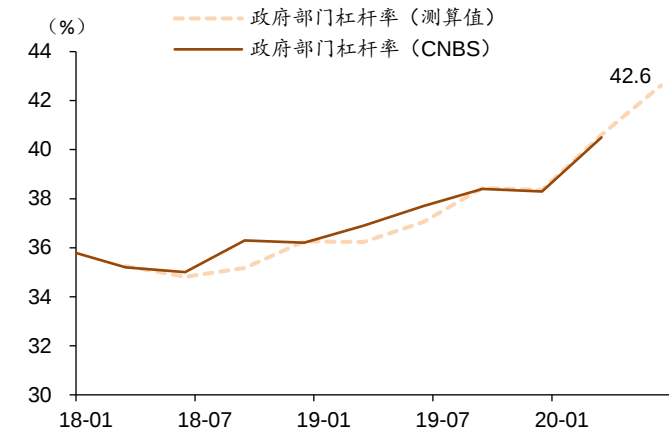
| (亿元)   | GDP 四季度滚动加总 | 中央政府债务   | 地方政府债务   | 政府债务总额   | 居民部门债务   | 非金融企业部门债务 | 实体经济部门总债务 |
|--------|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 2020Q2 | 986842.7    | 179000.3 | 241583.0 | 420583.3 | 588811.1 | 1607644.7 | 2617039.0 |
| 2020Q1 | 979306.5    | 169465.8 | 228219.0 | 397684.8 | 565340.1 | 1559612.3 | 2522637.3 |
| 2019Q4 | 990865.0    | 166780.0 | 213072.0 | 380113.0 | 553296.0 | 1480622.4 | 2414031.4 |
| 2019Q3 | 971654.2    | 159304.9 | 214150.0 | 373443.9 | 535777.6 | 1465998.7 | 2375220.2 |
| 2019Q2 | 953919.8    | 154395.4 | 205477.0 | 353348.4 | 516557.1 | 1448063.3 | 2317968.8 |
| 2019Q1 | 935308.2    | 149155.5 | 196194.0 | 338886.0 | 497089.5 | 1429732.7 | 2265708.1 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

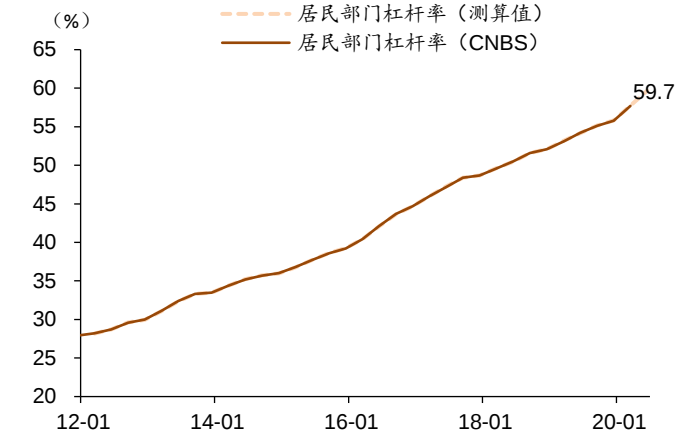
**图表67： 2019Q1-2020Q2 各部门宏观杠杆率及实体经济杠杆率**

| 杠杆率 (%)      | 中央政府 | 地方政府 | 政府部门 | 居民部门 | 非金融企业部门 | 实体经济部门 |
|--------------|------|------|------|------|---------|--------|
| 2020Q2(测算)   | 18.1 | 24.5 | 42.6 | 58.7 | 162.9   | 264.2  |
| 2020Q1(CNBS) | 17.2 | 23.3 | 40.5 | 57.7 | 161.1   | 259.3  |
| 2019Q4(CNBS) | 16.8 | 21.5 | 38.3 | 55.8 | 151.3   | 245.4  |
| 2019Q3(CNBS) | 16.4 | 22.0 | 38.4 | 55.1 | 152.5   | 246.0  |
| 2019Q2(CNBS) | 16.2 | 21.5 | 37.7 | 54.2 | 153.2   | 245.1  |
| 2019Q1(CNBS) | 15.9 | 21.0 | 36.9 | 53.1 | 154.4   | 244.4  |

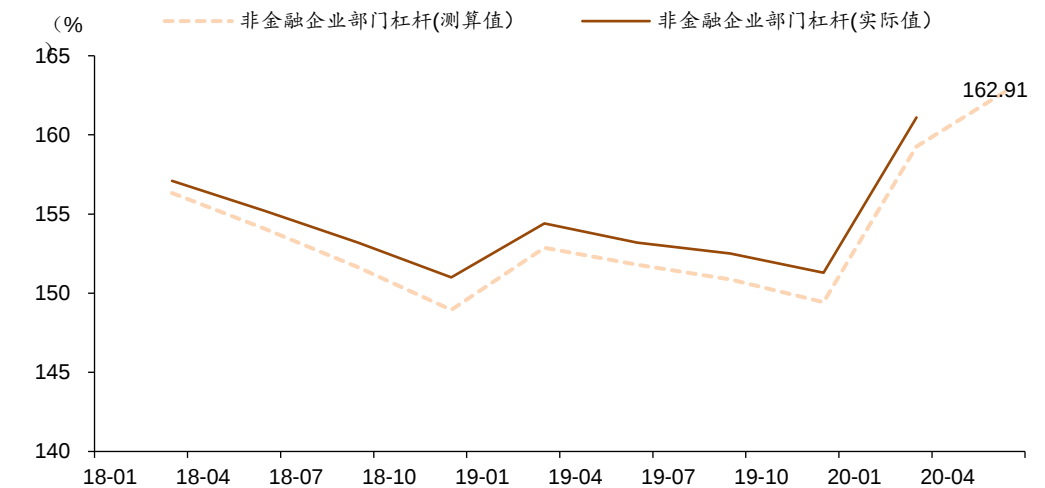
资料来源：CNBS，Wind，华泰证券研究所

**图表68： 2018Q1-2020Q1 政府部门杠杆率预测值与实际值较为吻合**

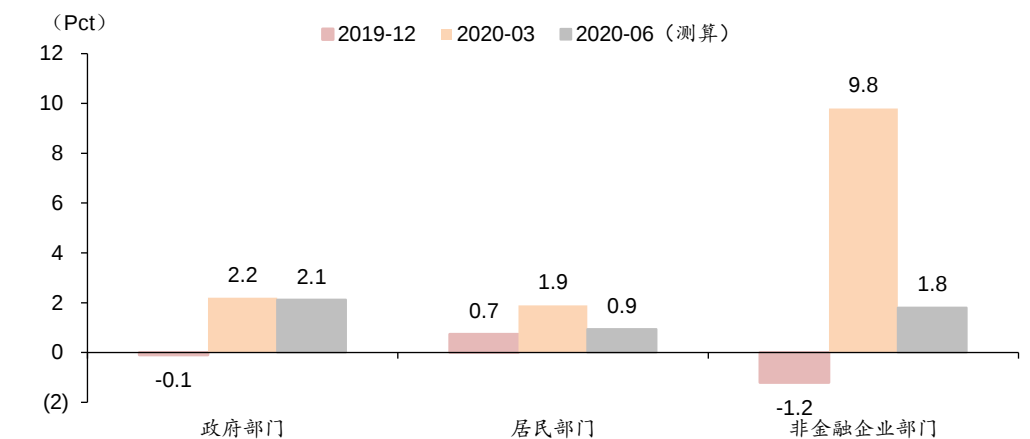
资料来源：Wind, CNBS, 华泰证券研究所

**图表69： 2012Q1-2020Q1 居民杠杆率预测值与实际值拟合程度较高**

资料来源：Wind, CNBS, 华泰证券研究所

**图表70： 2018Q1-2020Q1 非金融企业部门杠杆率预测值有所低估，与实际值的误差控制在3个百分点左右**

资料来源：Wind, CNBS, 华泰证券研究所

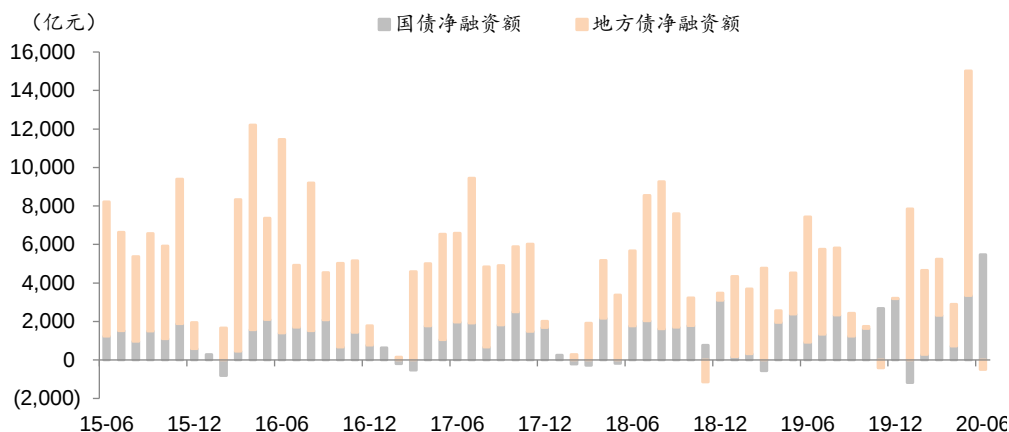
**图表71： 2020 年一、二季度各部门杠杆率上升幅度**

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

经过我们测算，二季度实体经济杠杆率为 264.2%，较一季度上涨 4.9Pct。其中政府部门为二季度加杠杆主力，政府部门杠杆率二季度较一季度上升 2.1 个百分点，居民部门和非金融企业部门加杠杆增速均有所减缓。

从政府部门来看，据我们对二季度政府部门杠杆率的测算结果可得，二季度政府部门杠杆率较一季度上升 2.1 Pct，杠杆率增速与一季度基本持平。其中，二季度中央政府杠杆率上升 0.9 Pct，地方政府杠杆率上升 1.2 Pct。从分母（名义 GDP）来看，二季度经济较快好转，有利于二季度杠杆率保持稳定。从分子来看，二季度中央政府逆周期调节力度较一季度再加码，二季度各月国债净融资额分别为 715, 3349, 5471 亿元，5、6 月净融资额创近五年来新高。6 月“抗疫特别国债”的发行，进一步抬升国债发行规模。另外，二季度地方政府部门加杠杆力度有所减弱。除 5 月地方债净发行额创单月净发行规模历史新高，达 1.17 万亿，4、6 月地方债净融资额有所下降，6 月甚至小幅转负，可见二季度地方债务增速有所放缓。

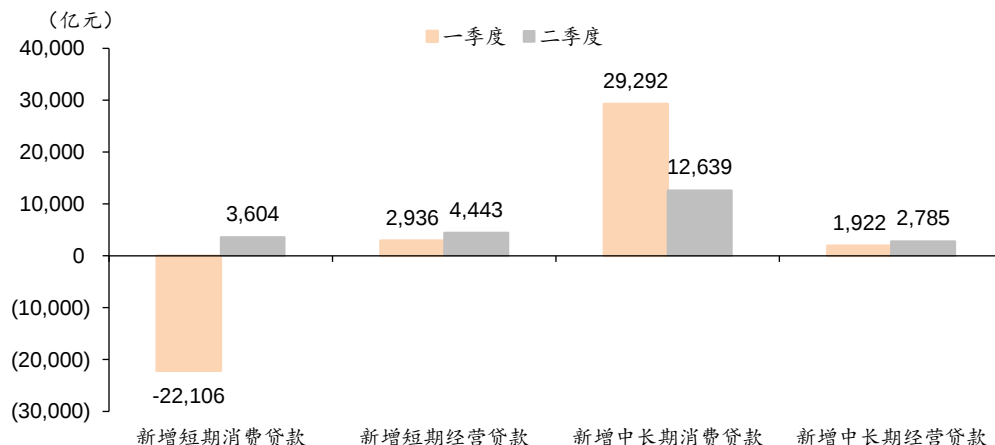
图表72： 2015 年 6 月-2020 年 6 月政府债券净融资额的变动情况



资料来源：CNBS，华泰证券研究所

从居民部门来看，据测算，二季度居民部门的杠杆率为 58.7%，较一季度上升 1.0Pct。从贷款分项来看，新增短期消费贷款金额由负转正，新增短期经营贷款和新增长期经营贷小幅上涨，中长期消费贷款有所回落，新增短期消费贷的修复弥补中长期消费贷款的回落，抬升居民债务余额。从一季度的数据来看，一季度城镇居民人均可支配收入累计同比跌至 0.5%，一季度人均消费性支出累计同比跌至-9.5%。在一季度停工停产最严重的时期，居民消费支出的冲击远大于居民收入的冲击，可见消费低迷的主因源于疫情期间的封禁政策。随着二季度疫情总体可控，复工复产有序进行，居民收入逐步回升；线下消费场所陆续开放，疫情对居民消费的冲击逐步修复，后续或有更多“促消费”政策出台，料进一步提振消费和居民部门杠杆率。

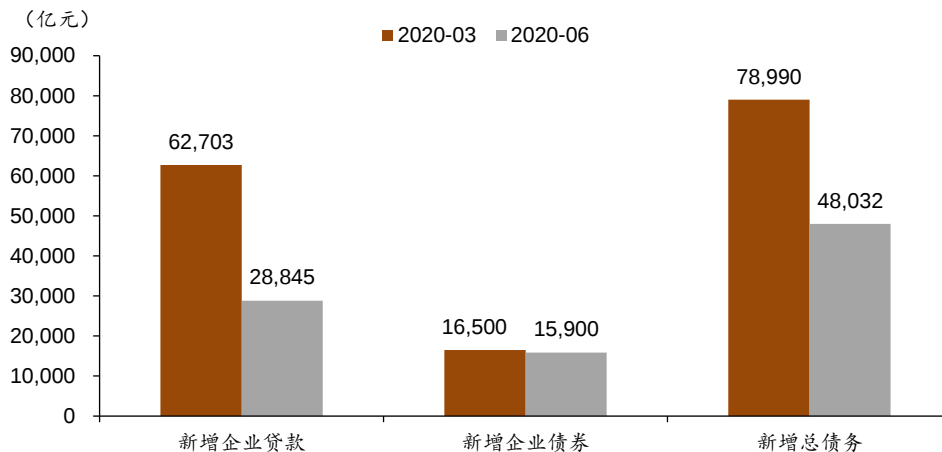
图表73： 2020Q1-2020Q2 各类居民贷款环比增幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们测算二季度非金融企业部门的杠杆率为 **162.9%**，较一季度上升 **1.8** 个百分点。二季度非金融企业部门新增债务增速明显放缓。从融资工具来看，企业贷款和企业债券仍是二季度非金融企业部门债务的主力。其中，新增企业贷款大幅回落，带动非金融企业部门债务增速减缓。

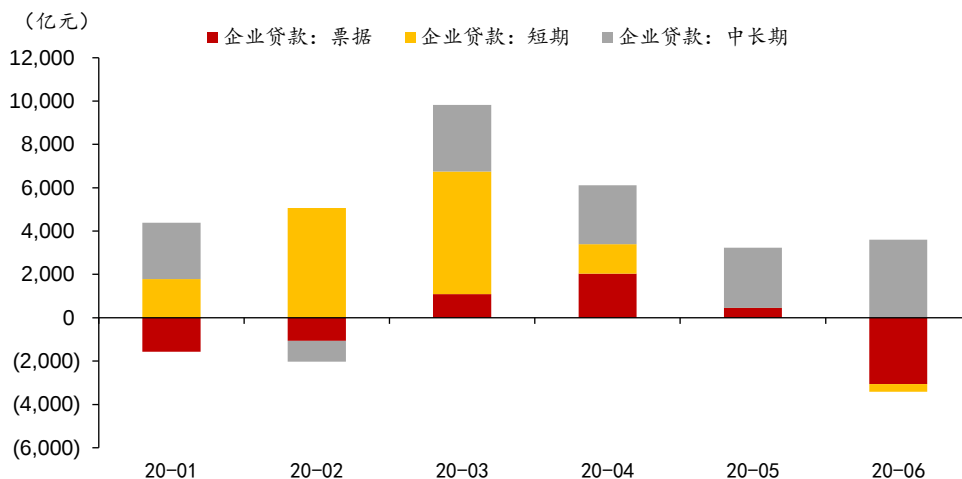
图表74： 2020Q1-2020Q2 非金融企业部门债务变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

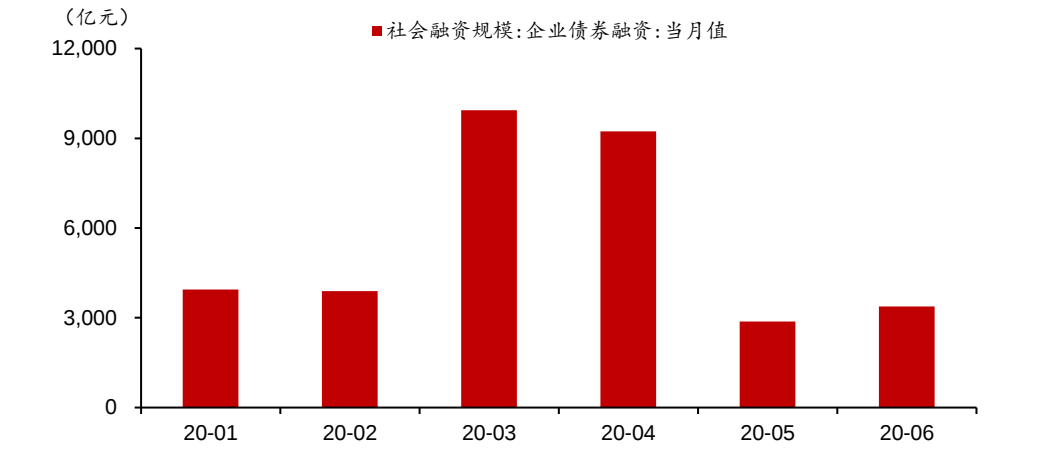
从企业贷款分项来看，二季度企业新增中长期贷款延续高增，新增短期贷款持续萎缩。这显示复工复产下，企业的中长期融资需求有所修复，企业融资从生存性融资转向发展性融资。此外，基建配套贷款、制造业中长期贷款等的投放对新增中长期企业贷款的高企有一定的贡献力度。随着二季度资金利率回归常规水平，套利空间收敛，以及空转套利监管力度加强，应套利而生的票据融资需求明显回落。

图表75： 2020Q1-2020Q2 新增企业贷款分项变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从企业债券来看，4月受定向降准、超储利率调降等利好带动，4月新增企业债券融资规模维持高位，5-6月份债券市场回调明显。总体而言，二季度新增企业债券融资额与一季度几乎持平，其中部分债券融资存在于“债券-结构性存款套利”模式之中，源于套利需求，因此二季度在空转套利治理之下，这部分债券融资规模有所萎缩。

**图表76： 2020Q1-2020Q2 新增企业债券融资额**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

后续来看，我们认为下半年我国整体宏观杠杆率料保持稳定或温和上升。政府部门方面，更加积极的财政政策对我国疫后经济复苏将起到重要的支撑作用，根据我们 7 月 19 日的报告《再谈债市的两个“锚”》，下半年我国国债发行量仍将维持高位，因此政府部门债务规模料继续增长。非金融企业部门方面，我国经济稳步复苏，货币政策相对保持定力，6 月以来央行主动引导货币市场利率上行，且打击资金空转、引导资金脱虚向实仍是监管重点，我们预计一季度将成为年内非金融企业部门债务增长的高点，下半年信用债发行将继续受到抑制，非金融企业部门杠杆率上升速度将较二季度放缓。居民部门方面，在经济稳步复苏，居民收入逐渐增长的背景下，消费需求和住房需求将逐渐修复，对居民部门债务规模起到一定的支撑。此外，我国下半年 GDP 增速有望达到 6% 左右，GDP 增速的恢复有助于维持宏观杠杆率稳定，在此推动之下我国下半年宏观杠杆率料保持稳定或温和上升。

### 总结

新冠疫情爆发之后，全球宽松政策持续加码，导致主要经济体的宏观杠杆率水平大幅上升。经过我们测算，截至今年 5 月，美日欧等发达国家经济体 BIS 口径宏观杠杆率上升幅度大多在 20Pct 以上，中国的宏观杠杆率上升幅度与发达经济体相当。其中债务规模上升和 GDP 增速下滑均起到显著的推动作用。其他新兴市场经济体的宏观杠杆率上升幅度普遍小于发达经济体。分部门来看，政府部门杠杆率和非金融企业部门是杠杆率上升的主要贡献，原因在于对冲疫情的纾困政策，且根据各国纾困政策的重点不同，各国政府部门和非企业部门杠杆率相对增长幅度不同。居民部门杠杆率在社交隔离和可持续收入下降的背景下面临较大的下行压力。

后续来看，欧盟已经确认在 2021 年复苏基金发放之前将不会有新的过渡性融资，美联储总资产规模或达到峰值，扩表速度降低，此外据美国众议院议长南希·佩洛西表示，接近 3.5 万亿美元的抗疫纾困计划接近达成，我们预计该经济刺激计划后，美国或不会再有新的刺激法案。全球救济性财政、货币政策或已接近阶段性尾声。但主要发达经济体下半年仍有较大规模的国债发行，政府部门杠杆率仍有较大的上升空间。政府对企业的纾困政策逐渐到期后，非金融企业部门的杠杆率将有所波动，但我们预计具有强力中央银行的发达经济体料不会放任企业大规模强制去杠杆，非金融企业部门杠杆率仍有可能继续上升。

**整体杠杆率的显著提升也提升了经济风险**，尤其是针对流动性需求的企业救助与信贷支持并不直接产生经济效益，而仅在于维持企业运营和生存。疫情持续时间越久，经济复苏速度越慢，其累积的“劣质”杠杆将给经济带来越高的风险。债务负担较重、经济增长外部依赖性较强的部分新兴市场经济体和低收入国家还将面对一定的主权债务风险。后续杠杆率水平需要依靠分母项的 GDP 增长来维持稳定，疫情的持续时间、经济修复的速度以及政府和央行的政策空间将成为债务是否可持续的关键。**鉴于当前国内经济形势已经改善，7 月政治局会议上对后续政策定调是当前的重中之重。**

### 风险提示

**1、各国经济恢复速度超预期导致测算数据出现较大偏差。**我们使用各国官方公布的信贷数据进行债务规模测算，杠杆率分子项的精确性较高。但分母项我们采用彭博经济学家预期作为 2020Q2 季度 GDP 增速的预测，若各国实际经济增长速度超出预期，则会使得各国宏观杠杆率测算结果产生较大偏差。

**2、疫情持续时间过长导致债务危机。**如果疫情在短期内得到较好控制，则发达经济体抵御危机的能力仍较强，但若疫情持续时间超预期，则会使得不断积累的政府部门杠杆率和非金融企业部门杠杆率不可持续，或爆发主权债务危机或企业债务危机。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

### 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

### 评级说明

#### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

### 华泰证券研究

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司