



2022 年第 20 期 总第 159 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 5 月 24 日

稳字当头优化宏观杠杆率结构

张晓晶

- 目前，我国全部债务以内债为主，风险程度低于外债。政府债务中很大比例对应生产建设，会形成等量的政府资产。而且全社会净财富规模高，储蓄率和资产价值重估提升了存量财富的规模。因此，从资产负债结构上看我国整体债务风险可控。
- 受宏观政策及经济增速换挡等影响，宏观杠杆率或将步入上行周期。未来，我们应主动加大货币政策支持实体经济力度，阶段性抬升宏观杠杆率，坚持对债务结构的优化，实现新旧动能转换，加快经济复苏进程。分部门来看，居

民部门应着力发展普惠金融，加强对稳增长的支撑；非金融企业部门应提高债务效率，培育新的增长动能；政府部门应继续盘活存量资产，提高政策的积极性。同时，还要发挥宏观调控政策的结构性优势，引导经济结构的优化调整。

稳字当头应对“三重压力”，恢复市场需求、减弱供给冲击、提振市场主体信心是当务之急。这意味着要加大财政政策、货币政策支持实体经济的力度，宏观杠杆率或将步入上行周期。为实现稳增长与防风险的动态平衡，我们需要在债务规模扩张过程中主动优化杠杆率结构，对稳增长起到更有效的支撑作用。

一、全球宏观杠杆率步入上行周期

在新冠肺炎疫情的冲击下，近两年来全球主要发达国家都采取了激烈的加杠杆手段。根据国际金融协会的统计，截至 2021 年末，全球有统计数据的国家的宏观杠杆率为 267.9%，相比于 2019 年末上升了 24.7 个百分点，其中居民、非金融企业和政府部门分别上升了 3.3 个、5.7 个和 15.8 个百分点，政府部门是加杠杆的主体。发达国家杠杆率上升的幅度要大于发展中国家，2019~2021 年，发达国家宏观杠杆率上升了 28.0 个百分点至 301.6%，其中政府部门上升了 19.2 个百分点。根据世界银行《全球债务浪潮》研究，当前我们正在经历第四次全球债务浪潮，宏观杠杆率会再度上

升。债务的扩张有力地缓解了疫情的负面冲击，支持了经济的复苏。

当前，我国企业部门主动降低了投资和融资的需求，表现出两方面特征。一方面，企业利润大幅上升，但投资意愿下降。近两年企业的收入和利润都保持着较高速度的增长，在出口需求及 PPI 上升的支持下，疫情对第二产业的冲击有限。但企业部门并没有扩大再生产的意愿，过去两年固定资产投资的平均增速仅为 3.9%。另一方面，信贷供给较为充裕，但企业杠杆率不断下降。为应对疫情冲击，金融部门加强了对实体经济的支持，不断降低企业融资成本，2021 年企业的贷款利率已经降至改革开放四十多年来的最低水平。与此同时，非金融企业杠杆率已经连续六个季度下降，目前非金融企业杠杆率仅比 2019 年末高了 2.9 个百分点。企业主动去杠杆的态势非常明显，呈现出“资产负债表衰退”的迹象。

在疫情的负面冲击下，中国在 2020 年杠杆率攀升了 23.6 个百分点，从 2019 年末的 246.5% 上升至 270.1%。2021 年，货币政策保持稳健，全年债务仅增长了 10%，同时名义 GDP 受基期因素及价格水平的影响增长了 12.8%，使得宏观杠杆率下降了 6.3 个百分点，降至 263.8%。总体上看，2021 年相比 2019 年的宏观杠杆率仍有 17.3 个百分点的上升。预计 2022 年宏观杠杆率由当前的 263.1% 上升至 268% 左右，全年上升 5 个百分点。

未来，一方面，政策聚焦稳增长，作为分子的债务增速会上升；另一方面，从“十四五”甚至更长一个时期来看，经济增速换挡仍会持续。由此笔者认为，宏观杠杆率或将步入上行周期，而影响杠杆率走势的关键因素无疑是经济增长。

二、中国整体债务风险可控

2008 年国际金融危机之后，中国在将近 15 年的时间中，宏观杠杆率增长了 100 多个百分点，从 2008 年末的 141.2% 增长到 2021 年末的 263.8%。中国杠杆率水平低于发达国家及全球平均水平。从资产负债结构上看我国宏观债务的风险是有限的。

首先，我国全部债务以内债为主，风险程度低于外债。内债和外债对债务违约风险的影响完全不同，内债很少出现主权债务违约的问题。日本的政府债务自 2011 年就超过了 GDP 的两倍，当前已经达到了 GDP 的 2.5 倍，在超过 20 年经济增速都接近于 0 的条件下没有发生过债务违约问题，关键在于其政府债务几乎全部都是内债。中国常年的贸易顺差积累了大量的对外财富，2021 年末的对外净头寸为 1.98 万亿美元，且对外负债以股权为主，而对外资产以债权为主，资产和债务结构非常稳定。2021 年末中国对外总负债头寸为 7.34 万亿美元，其中股权类直接投资规模为 3.30 万亿美元，股权类证券投资为 1.34 万亿美元，二者加总占到全部对外负债的 67.6%。而中国全部对外资产头寸为 9.32 万亿美元，

其中官方储备资产就占到了 36.8%，而股权类投资仅占 30.9%。2021 年末中央政府的债务余额为 23.27 万亿元，其中外债仅为 3000 亿元，全部广义政府债务加总也仅为 3.17 万亿元，而官方持有的储备资产则达到 3.43 万亿美元。

其次，政府债务中很大一部分比例对应着生产建设，会形成等量的政府资产。大部分高福利国家政府债务主要用于政府购买和社会福利支出，政府持有的资产并不多。在 G7 国家中，除加拿大外，政府净资产均为负值。在 IMF 所列出的 58 个主要经济体中，根据政府净资产与 GDP 之比进行排名，排在中国前面的仅有 6 个国家，基本都是资源型国家，国内净资产中的较大比例是自然资源且被政府所持有的。我国的地方政府对拉动经济增长有着强烈的需求，从而产生了较大规模的地方政府性债务，以进行更多的基建投资。这些债务产生的同时，也意味着相应基础设施资产的形成，等量的债务有等量的资产支撑。

最后，全社会净财富规模高，储蓄率和资产价值重估提升了存量财富的规模。虽然债务在上升，但我国总资本规模增长得更快，因此，全社会净财富还是在不断上升的。2000~2019 年，中国社会净财富年均增长 16.2%，高于名义 GDP 的增速。财富增长主要有两方面的原因。一是较高的储蓄率水平。中国的总储蓄长期保持在 40%~50%，也就是说，每年总产出的将近一半都被用来做资本积累了，形成财富的增长。

而其他各主要经济体的储蓄率普遍在 30% 以下，美国不足 20%。储蓄率决定了财富的积累速度，中国的资本形成率平均为 40% 左右，而发达国家的总产出则是以消费为主。二是资产价值重估对财富增长也有所贡献。随着资本市场的发展，越来越多的资产通过上市等资产证券化过程而实现价值重估。国企改革及大量国企上市提升了国企的估值，提升了总财富水平。

三、结构性去杠杆为本轮政策扩张创造了政策空间

2018 年我国提出了结构性去杠杆目标，在总杠杆率保持基本稳定的条件下降低无效债务和无效投资，发挥金融对实体经济更有效的支持作用，将有限的债务资金用于支持经济长期健康稳定增长的领域。近几年，我国结构性去杠杆已经取得了显著的成效，缓解了资金压力，金融稳定性加强，也为当前更积极的政策立场创造了充足的空间。

一是地方政府隐性债务压力缓解。2008 年国际金融危机后，为了缓解经济下行压力，我国的地方政府隐性债务快速上升。2018 年之后，地方政府隐性债务增长的势头基本得到控制，地方政府通过“开前门，堵后门”的方式也在积极稳妥地化解隐性债务。各类与地方政府隐性债务相关的传统金融工具规模大幅下降。投向于基础产业的信托余额从 2017 年末超过 3 万亿元下降到当前的 1.9 万亿元。券商资管、资金子公司中投向融资平台及基础产业的规模也在不断下降。

2020 年后尽管受到疫情的冲击，但财政当局对地方政府隐性债务的监管依然保持定力。2021 年，广东、上海、北京三地启动“全域无隐性债务试点”，并提出依法依规全面处理隐性债务。长效监管机制的建立，有利于部分地方政府顺利实现隐性债务“清零”，最终全面解决地方隐性债务的风险。

二是房地产相关债务下降。改革开放以来，我国城市化率不断提高，居民住房条件不断改善，房地产建设也成为经济增长的支柱，这与居民杠杆率不断提高的过程是基本一致的。这种发展模式快速改善了人民的生活条件，也维持了较长时间的高经济增速。2017 年的中央经济工作会议提出了要“完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”，随之出台了一系列调控政策，2021 年全年房地产开发资金来源中的贷款资金为 23296 亿元，相比 2020 年下降了 3380 亿元。我国经济正逐渐脱离靠房地产投资拉动的增长模式。

三是金融杠杆率大幅回落。2008 年国际金融危机之后。金融部门内部资金链条加长，增加了实体经济的融资成本，也助长了部分资金违规投入房地产市场和股市的行为。2018 年之后，金融监管部门加强了监管力度，即使面对疫情的负外部冲击，监管部门仍保持定力。我们估算的金融部门杠杆率已经出现大幅回落，资产方统计的金融杠杆率从 2016 年高点的 77.9% 回落至 2021 年末的 48.9%，负债方统计的金融杠杆率从 2016 年的 67.4% 回落至 2021 年末的 62.7%。对金

融杠杆的清理主要从影子银行入手，资产方的金融杠杆率回落幅度更大。金融监管的加强和资本市场的稳定预期抑制了资金违规向资本市场的流入，降低了实体经济无效的融资需求。

四、在宏观杠杆率上行周期中坚持优化结构

未来一段时期，我们应该主动加大货币政策支持实体经济的力度，阶段性抬升宏观杠杆率，加快经济复苏进程。预计宏观杠杆率在 2022 年全年将上升 5 个百分点左右，进入一个新的上升周期。仅从总量上考虑宏观杠杆率风险并不能全面理解债务风险的实质。宏观经济环境、杠杆率分布结构、加杠杆的具体方式等因素更为重要，在未来一段时期杠杆率的上行周期中应坚持对债务结构的优化，实现新旧动能转换。

居民部门应着力发展普惠金融，加强对稳增长的支撑。

当前居民部门的债务主要还是以房地产贷款为主，占到居民全部负债的一半以上。居民债务结构出现的显著变化是经营性贷款增速较快，近两年的增速都超过了 20%，超过了住房贷款和消费贷款，成为对居民杠杆率上升的最重要贡献因素。居民经营性贷款主要客户是个体工商户及小微企业，这些主体是经济和社会发展的生力军，也是扩大就业、改善民生的重要支撑，对经济、社会起着基础性和全局性的作用。2020 年政府工作报告明确提出大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%，近两年来也都完成了这一目标。金融科技贷款和互联网银行也都利用自身优势来覆盖长尾小

微企业，提高金融覆盖率。大型商业银行主动让利和金融科技发展对长尾客户的精准覆盖，都显著降低了普惠金融的贷款成本，有利于激发市场主体的活力，稳定经济增长和就业。居民经营性贷款占比上升体现出金融服务实体经济的成效，对于缓解居民债务风险是有利的。

非金融企业部门应提高债务效率，培育新的增长动能。

由于地方政府隐性债务主要体现在非金融企业的杠杆率上，且我国的非金融企业杠杆率已经处于全球较高的水平，企业杠杆率很难再继续上升，我们也不能再重复传统低效过度借债来刺激经济增长的模式。对企业债务的转型，应继续调整债务结构，将更多的信贷资源配置到经济效益更高的企业及创新驱动发展的行业中去，重点支持先进制造业、现代服务业和绿色产业。同时要继续降低融资利率，降低企业的财务成本，提振企业的信心。依靠国家产业政策及金融杠杆的支持，中国已经培育出不少具有全球竞争力的产业，高铁、核电、新能源车都是典型代表。这些产业不仅部分取代了房地产和传统基建在经济增长中的重要地位，还成为了中国高技术产品出口的重要引领。当前节能减排已成为全球共识，各国政府对经济绿色发展普遍抱有积极态度并推出多项优惠政策。我国可再生能源行业经过近十年的快速发展其成本已快速下降，部分地区的风电和太阳能电力成本低于传统火电。在“双碳”目标的指引下发展绿色金融，不断支持绿色

产业的发展也将为中国继续创造新的经济增长点。

政府部门应继续盘活存量资产，提高政策的积极性。对地方政府隐性债务的清理在一定程度上会抑制地方政府的资金来源，限制基建投资规模。2017 年之前，基建投资增速基本维持在 20% 左右，但近年来这一增速大幅放缓。2021 年全年基建投资仅增长了 0.2%，两年平均增长了 1.8%。财政政策与基础设施建设及战略性新兴产业政策关系密切，公共基础设施建设一般有利于整体国家经济实现长久的增长，并引导全社会资金和劳动力向战略性新兴产业流动。大量基建投资并没有可直接预期的盈利收入和现金流，只能靠公共财政资金的投入。集中全社会力量增加资本积累，将资源配置到具有长期战略性的领域是我国社会主义国家的制度优势，在当前我国经济赶超的战略机遇期，更应牢牢把握住这个优势。在经济下行压力较大的环境下，应提高财政支出，用公共支出带动民间资本的投入，加强基础设施建设，提高全社会的总资本存量。缓解财政资金来源于的关键在于盘活存量资产。对于国有企业和地方政府手中的优质存量资产，可以通过混合所有制改革等方式引入民间资本。对于约 50 万亿元的存量基础设施资产，可以采用 REITs 等金融工具实现资产证券化。对于各类政府部门所持有的大量闲置资金，要加大资金使用的力度。2022 年，特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，也会使得财

政支出规模比 2021 年扩大 2 万亿元以上，提升财政对经济增长的支持。

同时，还要发挥宏观调控政策的结构性优势，引导经济结构的优化调整。在货币政策方面，人民银行特别注重结构性的政策操作，推出了定向降准、支农支小再贷款、扶贫再贷款、碳减排支持工具等结构性工具。疫情发生以来，又推出了抗疫专项再贷款、再贴现再贷款、普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等信贷直达工具，并通过这些工具实现了超过 2 万亿元的贷款投放额度，有效减轻了小微企业阶段性还本付息压力。在财政政策方面，财政政策会更为直接地让政府资金直达相应的部门，具有天然的结构特征。财政资金在转移支付上更容易改善全社会收入分配结构，且在短期内起到刺激总需求的作用。适当的政策引导，包括对中小企业的减税降费、向低收入群体发放现金或消费券，或通过直接政府购买为居民发放实物补贴等方式，都有利于拉动投资和消费，缓解疫情的负面冲击。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）