



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶

刘磊

2021年11月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

增长不及预期，杠杆率回落有限

——2021 年三季度中国杠杆率报告

摘要

- 2021 年三季度宏观杠杆率继续下降，降幅为 0.6 个百分点，前三季度共下降了 5.3 个百分点。在经济增长不及预期的情况下，债务增速偏低是三季度杠杆率下降的主要原因。
- 分部门看，居民杠杆率基本平稳，上升了 0.1 个百分点，前三季度共下降 0.1 个百分点，个人经营性贷款在居民债务中的占比持续上升；非金融企业部门杠杆率下降了 1.6 个百分点，前三季度共降低 5.1 个百分点，连续五个季度下行；政府杠杆率上升了 0.9 个百分点，前三季度共下降 0.1 个百分点，预计全年新增债务会小于预算赤字。
- 居民债务结构变化一定程度上体现出金融服务实体经济**的成效**。随着房地产市场活跃度下降，居民住房贷款对杠杆率的拉动作用减弱；而随着普惠金融范围扩大，居民经营性贷款增长较快，成为带动居民杠杆率上升的动力。
- 上半年中国经济实现“完美去杠杆”，但二季度报告中揭示的隐忧已在三季度有所显现。实体经济复苏乏力，企业投资意愿不足。房地产企业出现债务风险，地产投资增速下降。地方政府专项债发行标准趋严，抑制了基建投资增速。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社科院金融研究所所长

国家金融与发展实验室主任

● 刘磊

国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中心
秘书长

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

- 中央财政收入超预期增长，国库现金相当充裕。考虑到政府债务支出手段受限，政府融资意愿不高，全年债务增量可能会低于全年的预算赤字。建议在坚持结构性调控的同时，适度放松总量政策，努力实现潜在经济增长，降低宏观金融风险。

目 录

一、总判断：宏观杠杆率降幅有限	1
二、分部门杠杆率分析	3
（一）住房贷款占比持续下降，个体经营贷成居民杠杆率上升的主因	3
（二）非金融企业部门继续去杠杆，投资意愿下降	9
（三）政府杠杆率略有上升，全年增幅或低于预期	13
（四）金融部门杠杆率继续下降	18
三、政策建议	20
（一）货币总量政策应适度宽松，提振企业信心，恢复投资增速	20
（二）增加财政支出拉动基建，以公共支出带动民间投资 ...	21
（三）重点关注房地产业风险	21

一、总判断：宏观杠杆率降幅有限

2021 年三季度宏观杠杆率下降了 0.6 个百分点，从二季度末的 265.4% 下降至 264.8%；前三季度共下降了 5.3 个百分点。三季度 M2/GDP 下降了 2.7 个百分点，从二季度末的 212.0% 降至 209.3%。从去杠杆态势上看，宏观杠杆率已经从 2020 年三季度末的最高点 271.2% 持续经历了四个季度的下降，四个季度共下降了 6.4 个百分点；杠杆率的下降速度在 2021 年三季度有所减弱，分母因素（即名义 GDP 增长）驱动的快速去杠杆时期已过，未来宏观杠杆率将以稳定为主。

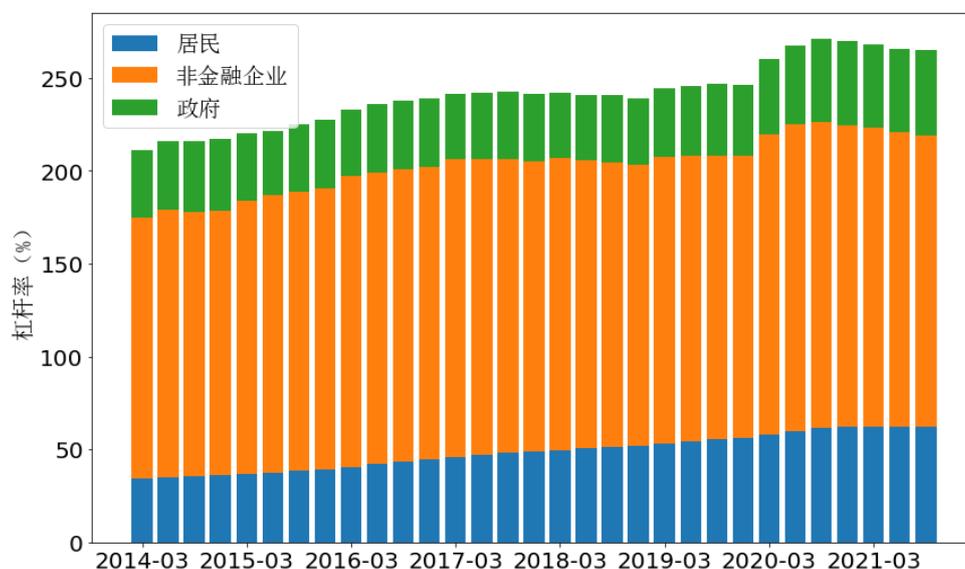


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

影响宏观杠杆率变化的两大因素是债务增长与经济增长。从债务增速来看，三季度实体经济债务环比增速为 2.1%，略低于二季度，也低于过去几年三季度的环比增长水平；债务同比增速为 9.7%，也是本世纪以来的最低点。近几个季度，货币政策已回归常态，且政策环境偏紧，这是宏观杠杆率稳中有降的主要原因。经济增速方面，三季度则表现较差。单季看，实际 GDP 同比增长了 4.9%，名义 GDP 同比增长了 9.8%，均处于较低的水平。如果考虑到上半年经济增长较快，去掉这个基数效应，三季度的环比增速更低。季调后的实际 GDP 环比仅增长了 0.2%，未季调的名义 GDP 环比也仅增长了 2.9%，均低于普遍预期。经济增速下行，拖累了三季度去杠杆的效果。债务增速降幅超出了我们之前的预期，

但经济增速更是滑出潜在增长区间，大幅低于预期，使得杠杆率仅出现了微弱下降，去杠杆效果有所减弱。

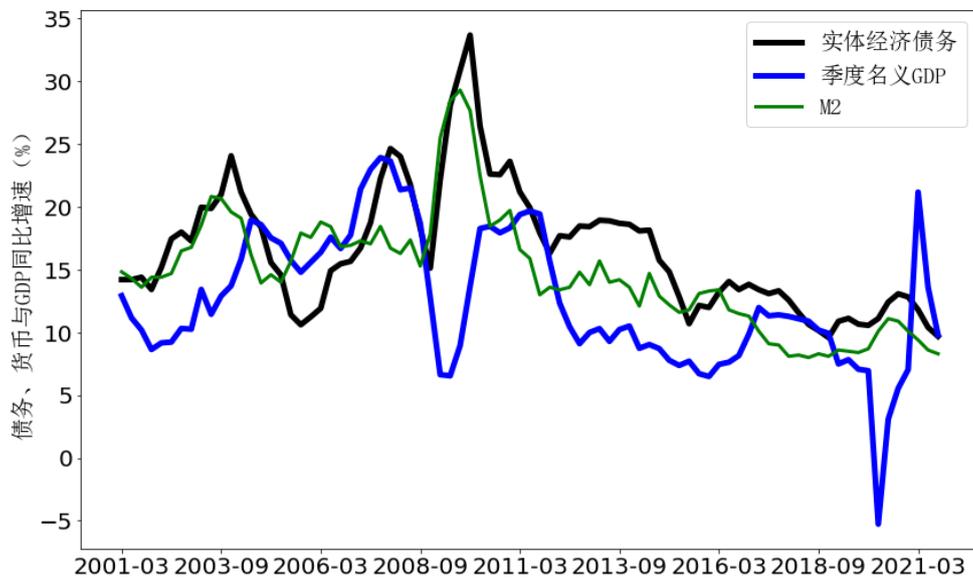


图2 债务、货币与GDP同比增速

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

一般价格指数有所下降，但仍维持在高位。第二季度的GDP缩减指数（名义经济增速与实际经济增速之差）达到5.7%的高点，三季度这一指标降至4.9%，仍是2012年以来的次高水平。生产者价格指数（PPI）进一步上升，由6月份的8.8%增至9月份的10.7%；而消费者价格指数（CPI）则有所下降，从6月份的1.1%下降到9月份的0.7%，PPI与CPI的差距进一步拉大。这一态势主要影响到下游企业的经营，原材料成本上升，但产品价格不变，利润水平下降。这同时也导致债务风险结构有所转变。负债率较高的上游企业由于收入和利润同时上升，债务负担相对减弱，而下游企业的债务负担相应加重。由于下游企业的负债率水平更低，这种结构转变有利于降低整体债务风险。但下游企业更多是中小微企业，是影响经济增长的主要因素，这部分企业利润下降，甚至退出市场，则非常不利于经济复苏。从全局看，经济复苏程度是影响未来几个季度宏观杠杆率的关键因素，将是宏观杠杆率稳定的最大隐忧。

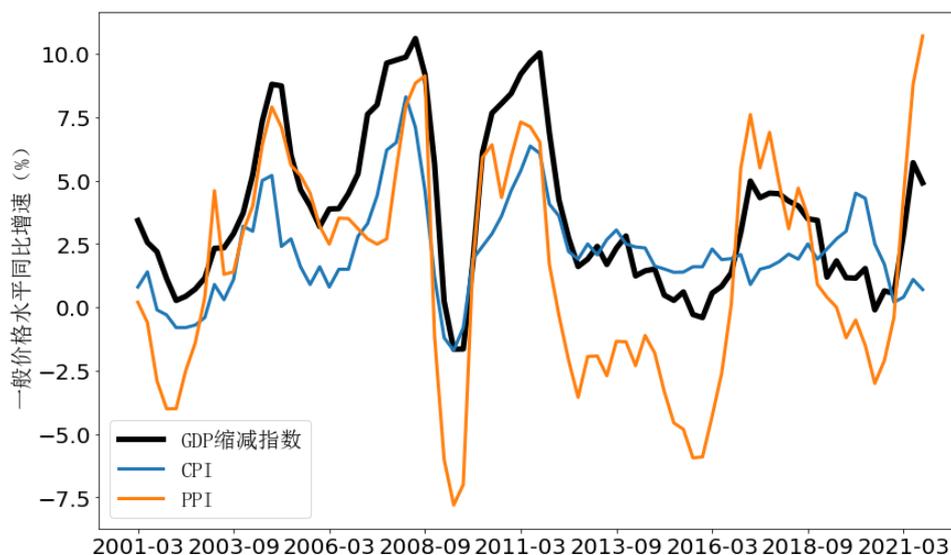


图3 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

二、分部门杠杆率分析

(一) 住房贷款占比持续下降，个体经营贷成居民杠杆率上升的主因

2021 年三季度居民部门杠杆率上升了 0.1 个百分点，从二季度末的 62.0% 上升至 62.1%；前三季度共下降了 0.1 个百分点。自 2020 年三季度开始，居民杠杆率基本保持稳定。从图 4 中可以看出，受疫情冲击，2020 年一至三季度的居民杠杆率上升速度加快，随后开始平稳。观察两年的增长水平，2019 年三季度到 2021 年三季度，居民杠杆率增长了 6.8 个百分点；而 2017 年三季度到 2019 年三季度，居民杠杆率也是上升了 6.9 个百分点。综合来看，居民杠杆率上升的基本态势没有出现显著变化，只是由于疫情而改变了部分节奏。

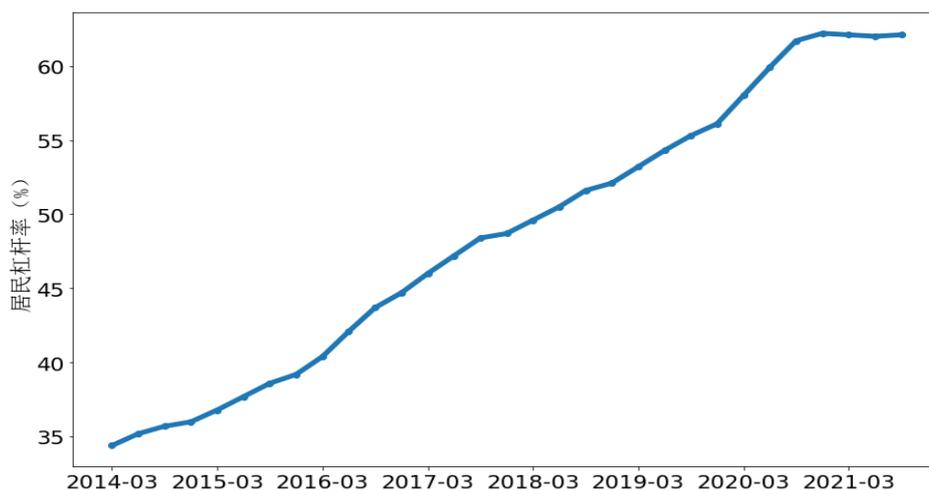


图 4 居民部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 居民经营性贷款占比不断上升

2021 年的前三个季度中，居民中长期贷款和住房贷款与 GDP 之比都在持续下降。中长期贷款与 GDP 之比从 2020 年末的 40.1% 下降到三季度末的 39.6%，住房贷款与 GDP 之比从 2020 年末的 34.0% 下降到 33.5%。居民短期消费贷款有轻微下降。居民经营性贷款则保持上升态势，从 2017 年末 10.8% 的相对低点上升至今年三季度末的 14.3%。从今年前三个季度来看，居民经营性贷款增长是对居民杠杆率唯一有正向贡献的因素，而其它贷款都拉低了居民杠杆率。居民债务结构变化一定程度上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。

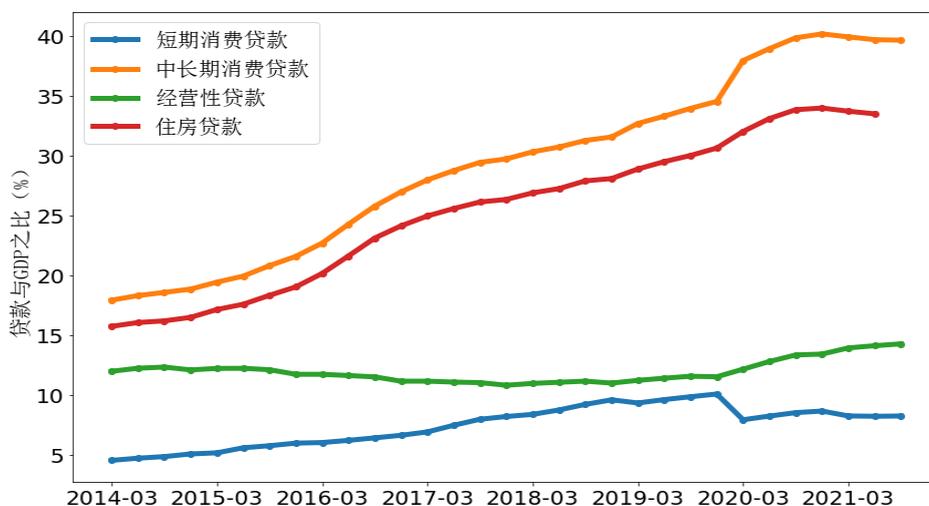


图 5 居民部门各类贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

一方面，**房地产贷款占比持续下降**。房地产贷款占比过大、增速较快是过去几年居民杠杆率最大的风险隐患。住房贷款与 GDP 之比从 2014 年的 15.7% 已经一路上升到当前的 33.5%，增加了一倍多。而居民经营性贷款在 2019 年前则显现出下降的态势，居民部门的贷款中绝大部分都是房地产贷款，也造成了房地产金融的失衡，房地产相对于实体经济过度发展。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”，随之出台了一系列限购限贷政策，2020 年更是出台了对房地产企业债务约束的“三道红线”制度、对银行房贷集中度管理的制度，以及防范经营贷违规流入房市的各类措施。虽然住房贷款仍有上涨，但上涨动力趋弱。

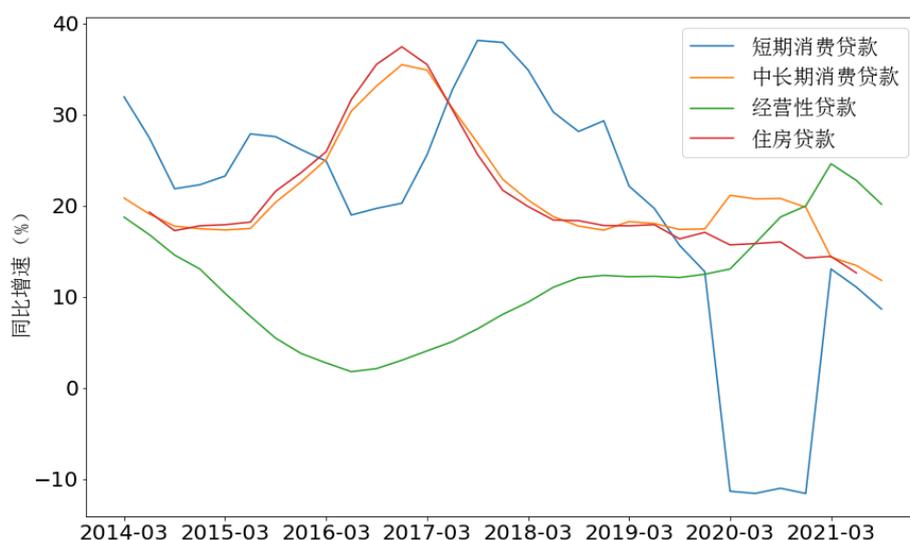


图 6 居民部门各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

在较强的监管压力下，住房交易市场的活跃度开始下降。从 2020 年二季度开始，房地产交易套数出现了较大反弹，已经达到了 2017 年以来商品房交易的新高。这一活跃的态势在今年三季度开始反转，8 月和 9 月的 10 大城市商品房成交量已经大幅低于去年同期水平，住房价格趋于平稳，部分地区甚至有所下降。

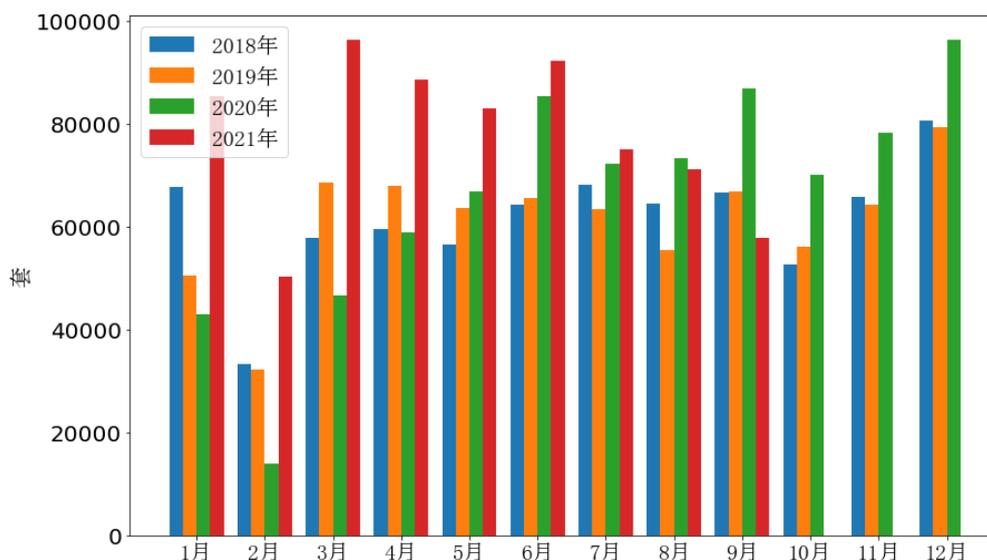


图7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

近年来，金融业加大对实体经济的支持力度，各类贷款利率都有所下行，全部贷款的加权平均利率从2018年第二季度的5.94%下降到今年第二季度的4.93%；而个人住房贷款的平均利率仅从2018年第二季度的5.60%下降到今年第二季度的5.42%，基本没有发生变化。在大部分时间里，个人住房贷款利率都低于全部贷款的平均利率，但2020年之后这一现象有所改变，房地产利率居高不下，但其它各类贷款利率都有所下行，二者利差还在扩大。即使在疫情期间，住房贷款利率也没有出现放松，监管部门对房地产市场的管控保持了定力。去年曾出现过一些由个人经营性贷款违规流入房市的现象，也造成了房地产市场出现了将近一年的活跃时期，监管当局及时出台了相关举措，控制住这一投机性的资金流动，商业银行通过对公司成立时间、实际经营业务、资金流水、缴税情况等指标的甄别已经有效避免了经营贷流向房地产。监管政策在遏制房地产泡沫方面取得了一定成效，房地产贷款快速增长的现象得到控制。

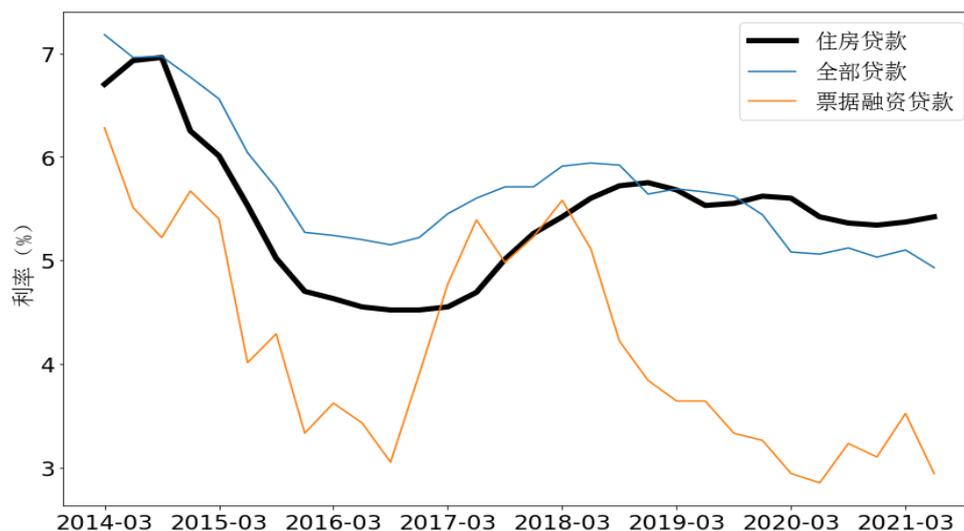


图8 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

另一方面，货币当局对普惠小微贷款的支持力度加强。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%，2021年仍要求这一增速保持在30%以上。普惠贷款自2018年起一直处于加速上升的态势。截至今年二季度末，银行业的普惠小微贷款余额已达17.7万亿元，普惠贷款在全部贷款中的占比不断提升。人民币贷款存量的同比增速近年来基本保持在12%左右，而普惠贷款增速高达30%以上。大型国有银行也主动下沉业务，增加对小微企业贷款比例，大型银行的普惠贷款增速接近50%。个人经营性贷款是普惠型小微贷款的重要组成部分，近年来这类贷款增速不断提高。

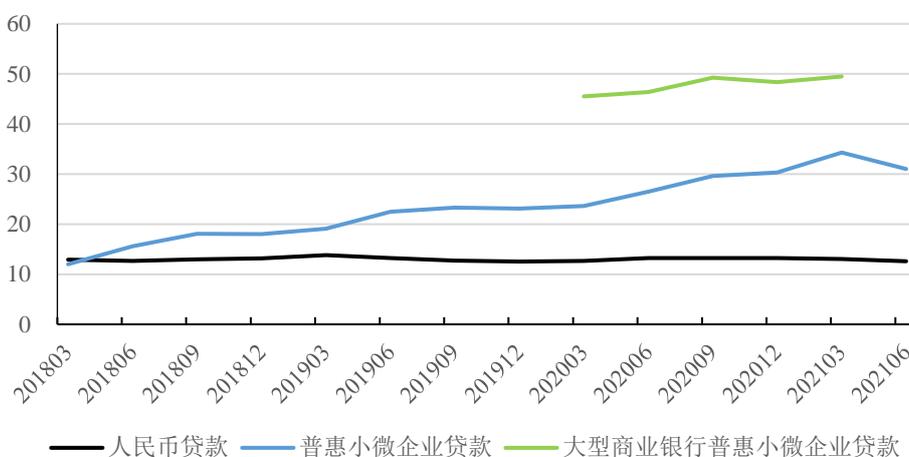


图9 银行普惠小微贷款增速 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

随着房地产市场活跃度下降，居民住房贷款对杠杆率的拉动作用减弱；而随着普惠金融范围扩大，银行对个体工商户支持力度越来越大，居民经营性贷款仍将保持较快增长，成为带动居民杠杆率上升的动力。居民债务结构的变化一定程度上体现出金融服务实体经济的成效。

2. 居民消费支出恢复力度减弱

今年一季度开始，居民消费增速超过了居民可支配收入增速，居民储蓄率开始下行。但三季度消费的恢复力度减弱：居民消费增速从6月份的18.0%下降到9月份的15.8%，居民可支配收入增速从6月份的12.6%下降到9月份的10.4%。

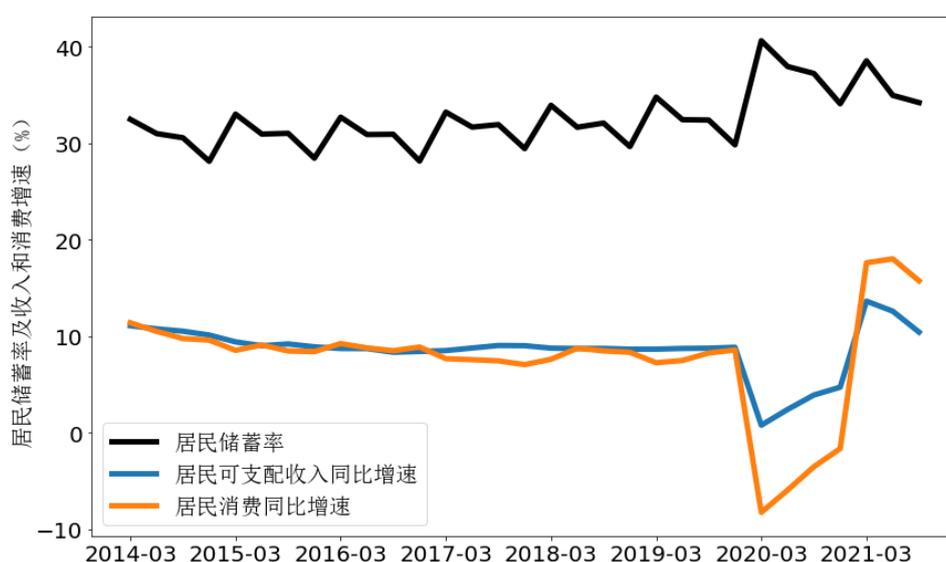


图 10 居民储蓄率

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

在国内大循环为主的战略下，居民的最终消费是决定经济复苏程度的重要力量；只有消费复苏，企业才能有乐观的预期，才能进一步增加投资来拉动经济增长。但从三季度情况看，居民消费仅同比增长了15.8%，过去两年的复合平均增速低于5%。疫情的反复客观上抑制了消费复苏。从趋势上看，居民消费处于平稳的恢复状态中，但并未恢复到位，这也是经济增速低于预期的部分原因。未来一段时间，居民消费有较大恢复空间。宏观政策仍需在促进消费方面发力，通过调整收入分配释放居民消费潜力，带动经济增长，实现宏观杠杆率的健康稳定。

（二）非金融企业部门继续去杠杆，投资意愿下降

2021年三季度，非金融企业杠杆率下降了1.6个百分点，从二季度末的158.8%降至157.2%；前三季度共降低了5.1个百分点，已经持续五个季度下行。在受到疫情冲击前，2019年末的非金融企业杠杆率为151.9%，当前杠杆率仍有下行空间。

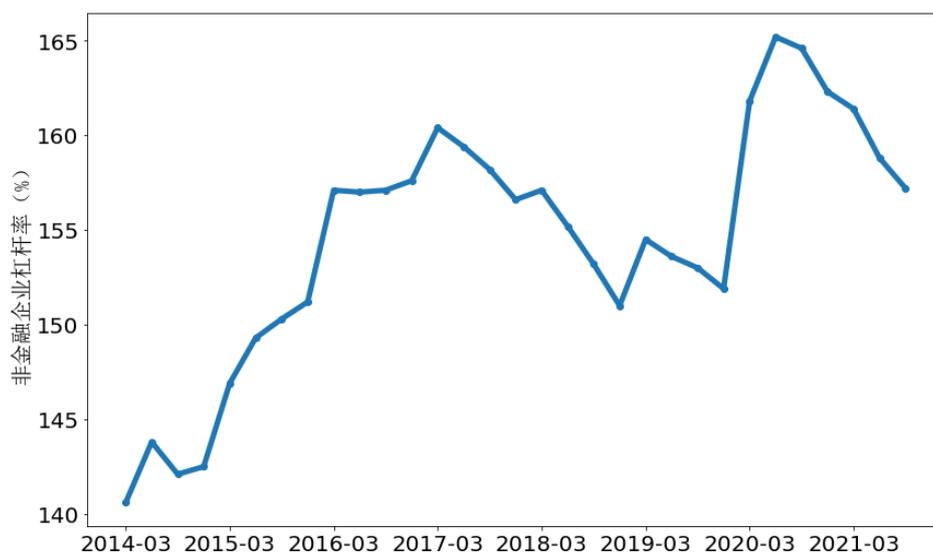


图 11 非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

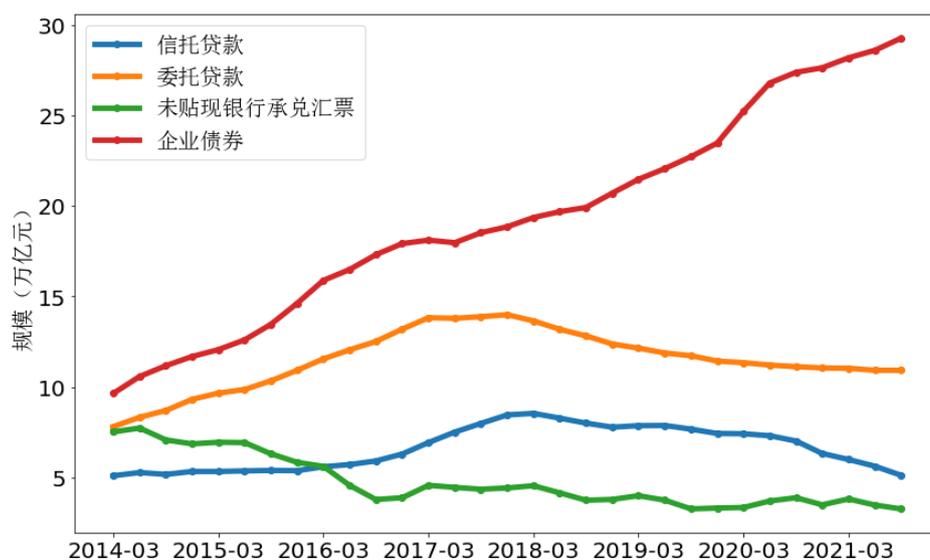


图 12 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

1. 企业投资增速下降

今年前三季度固定资产投资累计增速仅为 7.3%，其中表现最为突出的是制造业投资，同比增长了 14.8%，房地产和基建投资的累计同比增速分别为 8.8% 和 1.5%。如果看过去两年的复合平均增速，前三季度总投资增速仅为 4.0%，其中房地产为 7.2%，制造业和基建投资为 3.6% 和 2.0%。企业投资意愿有限，抑制了融资需求。

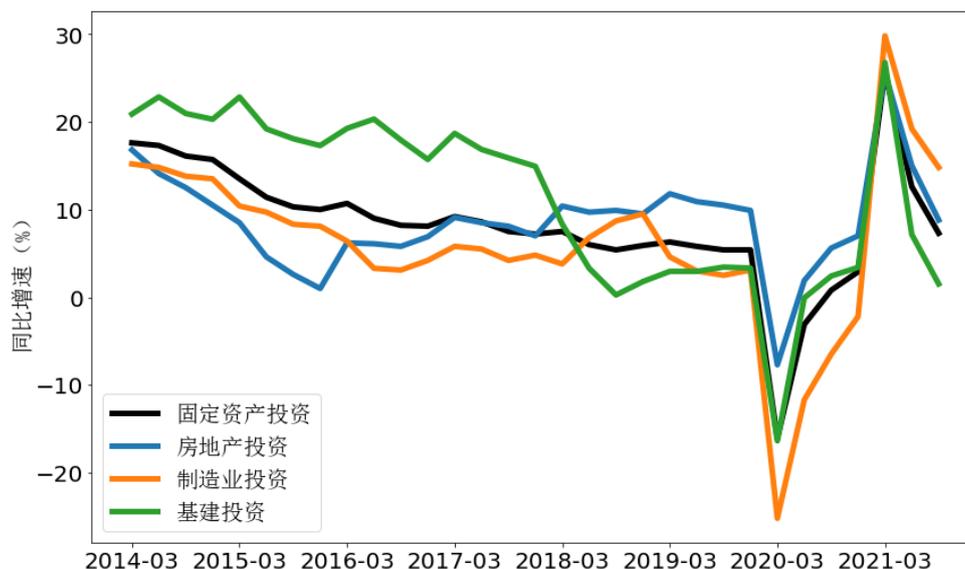


图 13 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从企业经营角度来看，今年企业的收入和利润都表现亮眼。1-8 月份工业企业的收入和利润累计同比分别增长了 23.9% 和 49.5%；国有企业的收入和利润更是分别增长了 24.9% 和 75.0%。利润上升的同时，投资意愿下降，企业更加降低了外部债务融资的需求。企业部门在账面积累了大量资产，短期内并没有紧迫的融资需求。同时，2020 年所推出的权宜性信贷支持政策也基本退出，银行收紧了对企业的贷款标准，降低了对企业的信贷供给。

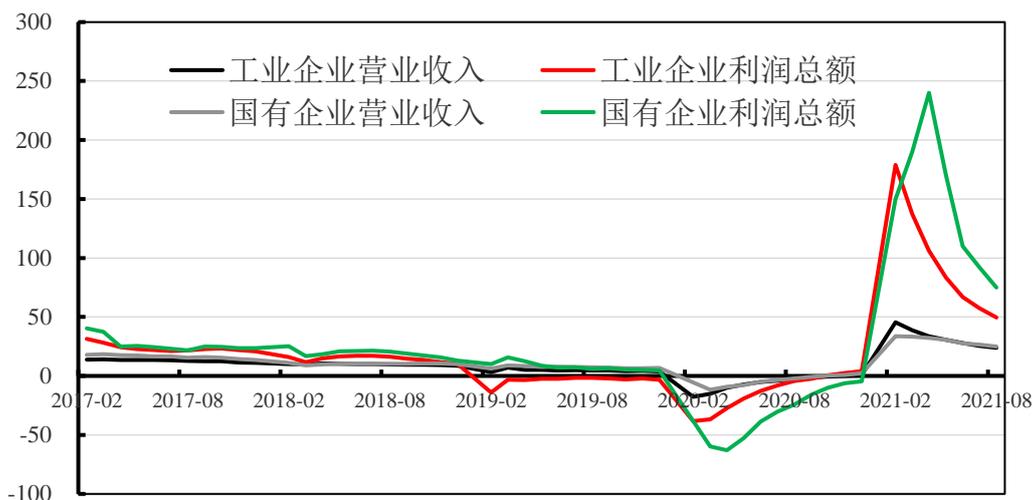


图 14 企业收入和利润的累计同比增速 (%)

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

企业获得经营收入和利润后并不急于追加投资，而是优先偿还债务，降低借新债的规模，呈现出“资产负债表式衰退”的迹象。2017 年进入去杠杆周期以来，企业部门的资产和负债增速都处于低位，且缓慢下降。这一过程仅在 2020 年上半年受疫情影响而有所缓解，今年第三季度的增速相比二季度又开始下降了。过去几年宏观杠杆率得以平稳的一个主要原因就在于非金融企业的投资意愿有限，在利润率尚可的环境下不再进一步投资扩大规模，从而降低了企业债务的增速。对于资产负债表衰退的迹象，尤需引起警惕。

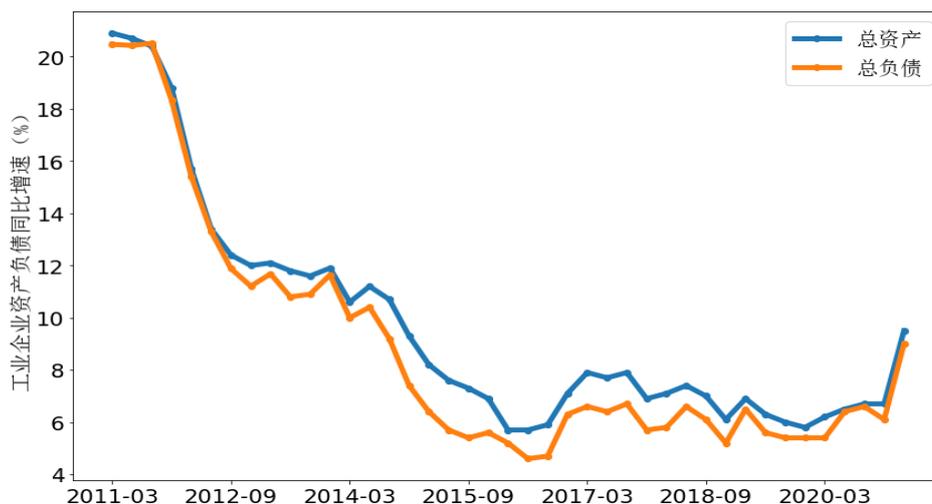


图 15 工业企业资产和负债的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 恒大事件突显房地产债务风险

今年以来的地产调控政策趋紧，众多房地产企业的资金压力持续上升。前三季度，房地产开发资金来源中的国内贷款同比下降了 8.4%，而房地产销售量也在三季度开始放缓，给地产商带来较大的资金压力。全年出现首次违约的房企数量多达 5 家，且不乏知名房地产开发商，包括华夏幸福、四川蓝光、恒大集团、泛海控股和建业地产，相关债券违约规模将近 600 亿元，创了历史新高。

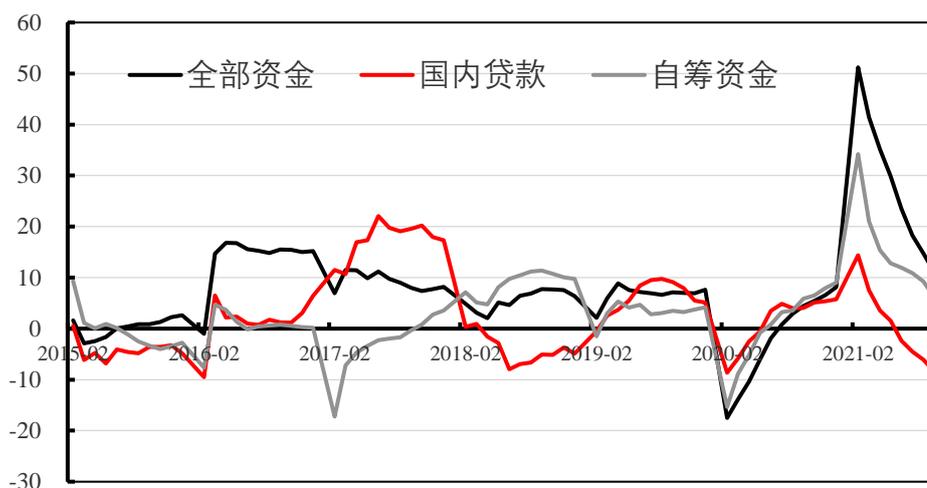


图 16 房地产开发资金来源累计同比 (%)

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

自 6 月份以来，恒大问题已逐渐被媒体所关注，6 月 30 日穆迪下调了恒大评级，随后开始出现恒大商业票据逾期的公告。这一事件也引起了监管当局的高度重视，金融委、央行、银保监会先后约谈恒大，并敦促公司积极解决债务问题。根据人民银行所披露的信息，当前恒大负债约 3000 亿美元，其中有三分之一是金融负债，总体而言风险基本可控，不会影响到房地产市场健康发展的态势，对金融行业的外溢性也可控。从恒大自身的负债规模和负债结构来看，其对市场的影响相对有限，且目前还拥有大量的土地储备，资产质量较高，违约风险的传染能力有限。

但对于房地产行业来说，目前并不仅是恒大一家企业受到较大冲击。随着对地产监管的趋紧以及对个人住房贷款的约束，大量房地产企业的流动性状况仍然困难。有了恒大、华夏幸福等高负债、高杠杆、高周转经营模式相继爆雷的前车之鉴，众多房地产企业更加趋于保守。企业的拿地积极性和开工意愿都在下降，

土地流拍率在 8 月份跳涨至 30%，成交土地溢价率也大幅下折。相应的地产投资大幅下行，对经济增长的贡献也由正转负。

从金融风险的角度来看，房地产投资增速下降对地方财政的直接影响就是土地出让金下降。尤其是对“土地财政”依赖度较高的地方政府来说，会大幅降低政府性基金的资金来源。而这些地方政府的债务规模往往都比较高，还存在着部分地方政府隐性债务隐忧。土地出让金收入下降，可能会加剧地方政府债务风险的暴露，金融市场对这些地方政府城投债的风险也更为关注。

（三）政府杠杆率略有上升，全年增幅或低于预期

政府部门杠杆率从二季度末的 44.6% 上升至三季度末的 45.5%，上升了 0.9 个百分点，前三季度共下降了 0.1 个百分点。其中，中央政府杠杆率从二季度末的 19.4% 上升至 19.7%，增幅为 0.3 个百分点；地方政府杠杆率从二季度末的 25.2% 上升至 25.8%，增幅为 0.6 个百分点。政府债务支出受限，严重制约了政府债务的发行意愿。

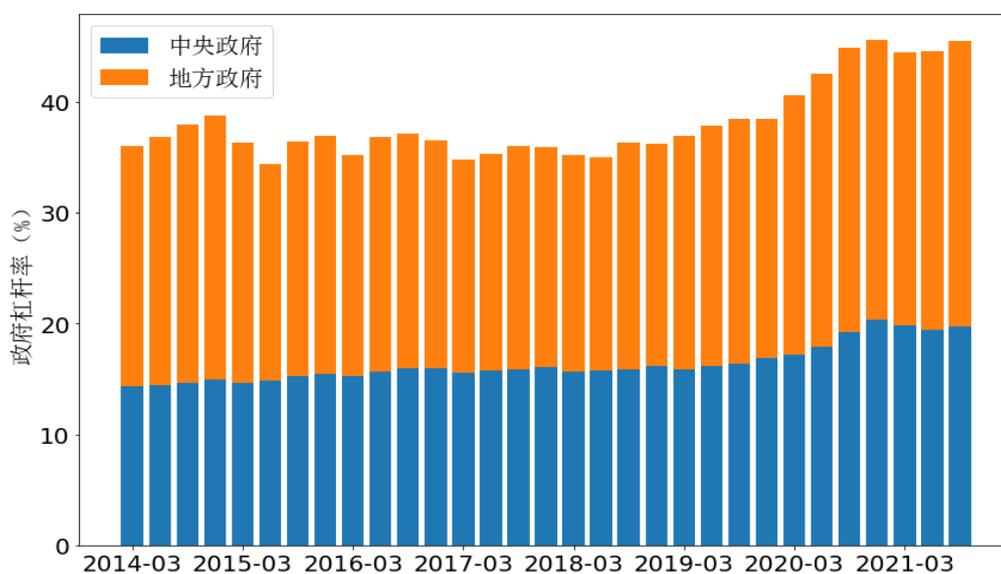


图 17 政府部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

2021 年新增国债限额 2.75 万亿，新增地方债限额 4.47 万亿，共计 7.22 万亿元。前三季度，新增国债余额 1.1 万亿，新增地方债余额 2.9 万亿，共计新增了 4.0 万亿元，仅为全年新增限额的 56%。国债和地方债的发行进度都较为缓慢，其中地方政府一般债实际新增余额已经接近全年的新增债务限额，而国债和地方

政府专项债仍有较大的增长空间，其中国债的空间约有 1.6 万亿元左右，地方政府专项债的空间约有 1.4 万亿元左右。预计四季度政府部门杠杆率还将有所上升。考虑到政府债务支出手段受限，政府融资意愿不高，全年债务增量可能会低于全年的预算赤字。

表 1 政府债务余额与限额（亿元）

		国债	地方债			政府债务合计
			一般债务	专项债务	地方债合计	
2020 年	债务限额	213008	142889	145185	288074	501082
	债务余额	208906	127395	129220	256615	465521
	新增债务限额	37800	9800	37500	47300	85100
	实际新增债务	40868	8701	34842	43543	84411
2021 年 前三季度	债务限额	240508	151089	181685	332774	573283
	债务余额	220072	135893	152930	288823	508895
	新增债务限额	27500	8200	36500	44700	72200
	实际新增债务	11166	6819	22167	28986	40152

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

注：三季度地方债务余额为估算数据。

1. 国债全年新增规模可能会低于预算赤字

前三季度新增国债规模为 1.12 万亿，而全年预算赤字为 2.75 万亿，尚有 1.63 万亿元的缺口，高于前三季度全部的新增规模。根据以往经验，每年新增国债限额与实际新增国债余额略有差异，差距最大的是 2020 年，实际新增余额超出了新增限额约 3000 亿元。只要保持国债实际余额小于限额，新增余额与新增限额可以存在部分差异。

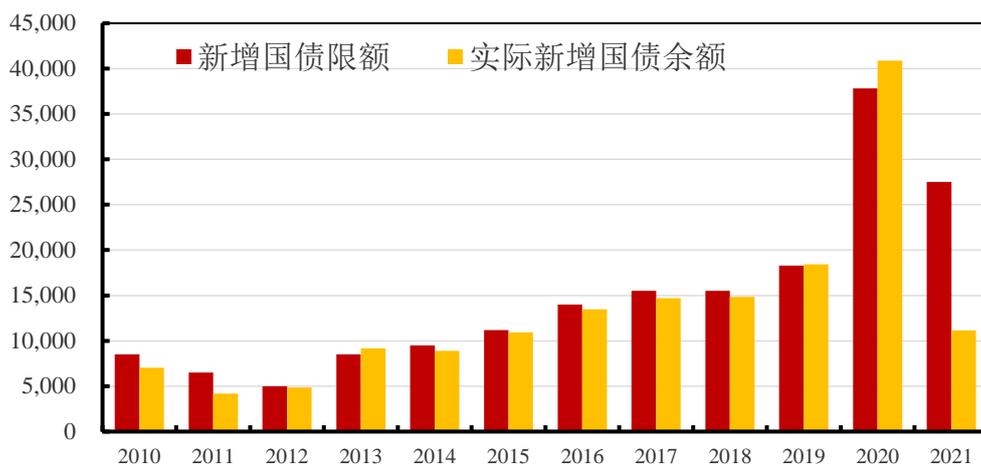


图 18 新增国债限额与实际新增国债余额（亿元）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

注：2021 年实际新增国债余额为前三季度数据。

过去十余年中，前三季度实际新增的国债余额都会超出全年新增限额的一半以上。而 2021 年前三季度实际新增仅为全年新增限额的 40% 左右。要完成新增限额水平，四季度的发行压力非常大。截止到 10 月 22 日，国债余额并未比三季度末有所上升。我们预计今年的实际新增余额可能会小于新增限额，中央政府杠杆率的增幅或低于预期。

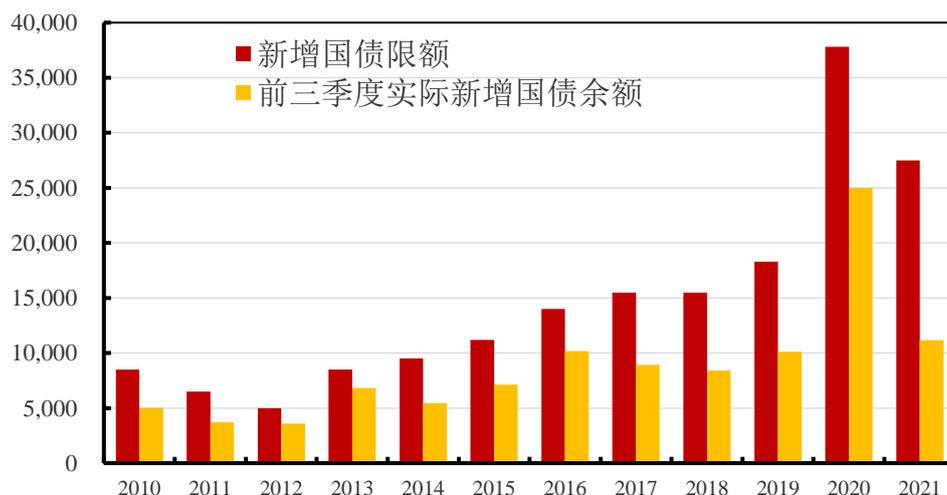


图 19 新增国债限额与前三季度实际新增国债余额（亿元）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

今年这一特殊情况的出现，有两点主要原因。首先是中央财政的收支缺口较小，对国债融资的需求下降。今年前8个月，中央政府财政收入累计同比增长了18.9%，而中央本级财政支出则同比下降了3.6%。从全年预算来看，中央财政收入与本级支出的预算规模分别为8.9万亿和3.5万亿元，相比上一年分别同比增长8.1%和-0.1%。可见前8个月中，中央财政的盈余较大，且超出了年初的预期。中央财政收入超预期增长，降低了中央政府的债务融资需求。

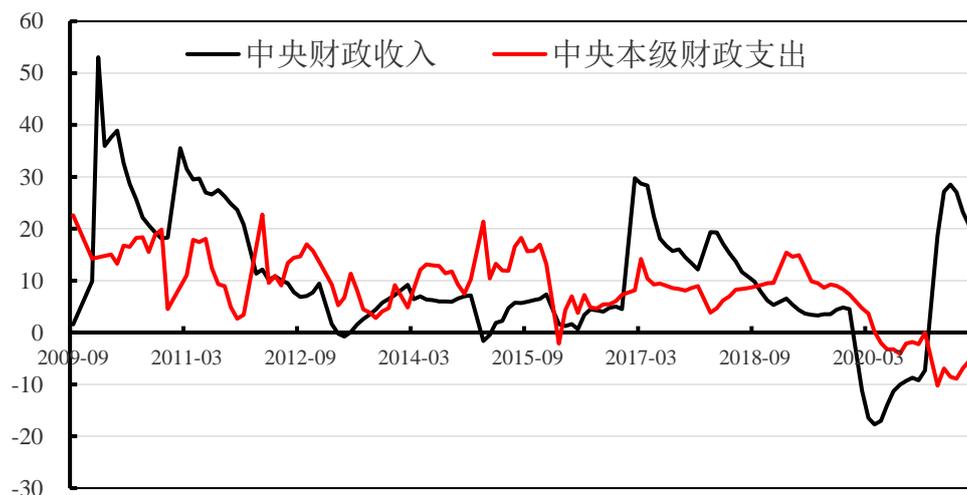


图 20 中央财政收入与支出的同比增速 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

其次是国库现金相当充裕。根据国债余额管理规定，财政部会根据库款和市场变化等情况，适当调整国债发行规模，以利于降低国债筹资成本，促进国债市场平稳运行。从央行资产负债表上看，当前政府存款水平较高，三季度末的政府国库存款达到4.6万亿，而信贷收支表中的财政性存款也达到了5.7万亿元，都处于历史高位。中央政府持有大量存款，未来一段时间可以首先降低政府存款规模，再考虑债务融资，由此也降低了国债发行的需求。综合这两个因素来看，全年实际新增国债规模可能会小于年初所设定的新增债务限额，从而降低四季度中央政府杠杆率增幅的预期。

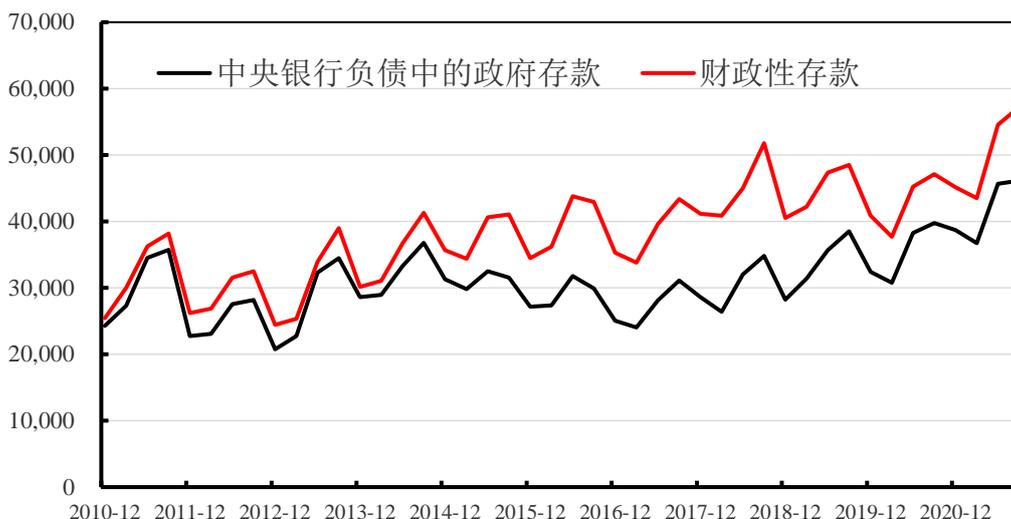


图 21 政府存款 (亿元)

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 地方政府专项债发行困难

前三个季度的地方政府一般债新增规模已经接近了全年新增的债务限额。但专项债仅增加了 2.2 万亿元，是全年新增债务限额的 61%；其中三季度新增了约 1.2 万亿元，超过了上半年两个季度的新增规模之和。要实现全年全部新增限额的目标，四季度还要再增加超过 1.4 万亿元。

地方政府专项债发行速度较慢的主要原因在于符合审批条件的项目越来越少，但审批标准越来越严格。今年财政部对地方政府专项债的资金使用加强了绩效考核要求，部分项目无法实现稳定的现金流收益，从而无法获得审批。与之相伴随的是基建投资增速大幅度下降，前三季度基建投资累计增速仅为 1.5%，过去两年的复合平均增速也仅为 2.0%，而不含电力的基建投资过去两年复合平均增速仅为 0.8%。在地方政府隐性债务持续压降的情况下，地方专项债的发行也遇到困难，导致基建投资大幅下行，也拉低了经济增速。前三季度，全国地方政府发行的新增专项债券约五成投向交通基础设施、市政和产业园区领域重大项目；约三成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业领域重大项目；约两成投向农林水利、能源、城乡冷链物流等领域重大项目。财政部近期表示，2021 年的新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕。预计地方政府杠杆率也会有一定幅度的提升。

(四) 金融部门杠杆率继续下降

2021 年三季度，资产方统计口径金融杠杆率由二季度末的 51.3% 下降到 49.2%，下降了 2.1 个百分点。负债方统计口径下的金融杠杆率由二季度末的 61.7% 上升到 61.9%，上升了 0.2 个百分点。

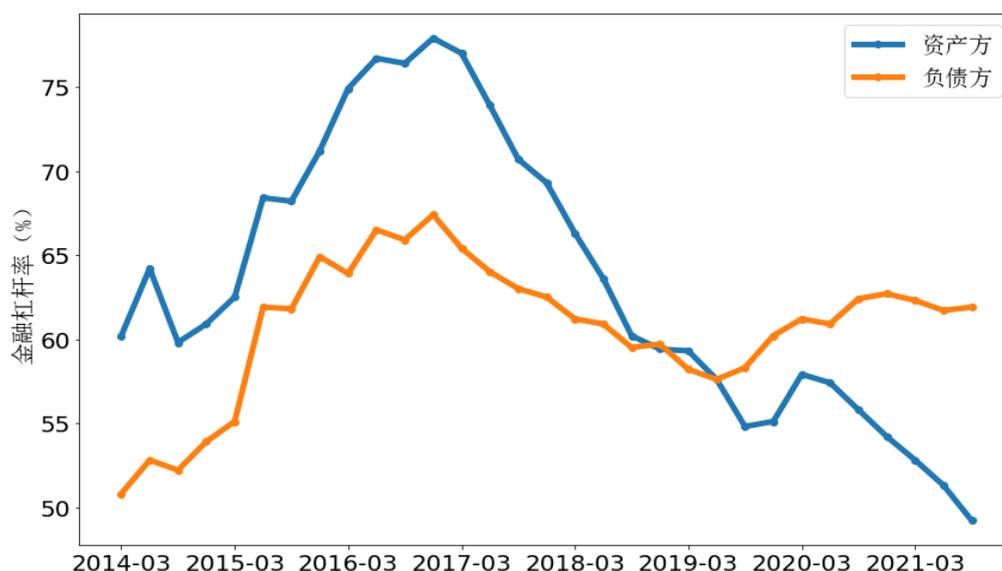


图 22 宽口径金融部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

央行在今年 7 月份下调了存款准备金率，共释放长期资金 1 万亿元。降准的效果，一是保持流动性合理充裕的同时突出信贷资金的配置；二是调整央行资产负债表结构，为实体经济提供长期稳定的资金来源；三是降低金融机构的成本约每年 130 亿元。在降准的同时，7 月-10 月 MLF 的投放量分别为 1000 亿、6000 亿、6000 亿和 5000 亿元。其中 9 月和 10 月的投放量与到期量一致，7 月和 8 月分别小于到期量 3000 亿和 1000 亿元。从整体上看，央行对流动性的投放基本维持稳定，二季度末商业银行的超额备付金率仅为 1.52%，金融机构的超额准备金率仅为 1.2%，都处于历史低点。央行“把好货币总闸门”、不搞“大水漫灌”的思路较为坚定。

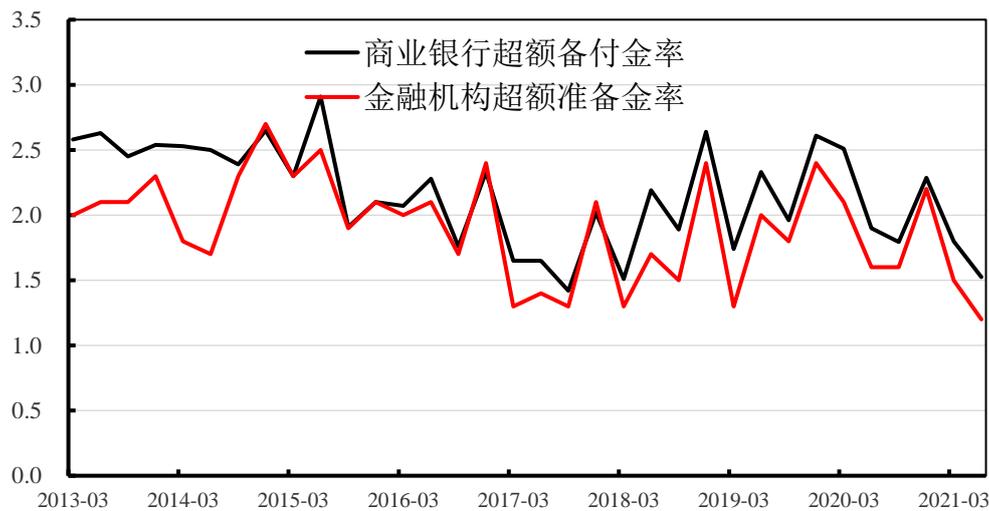


图 23 超额准备金率 (%)

资料来源：中国人民银行、中国银保监会；国家资产负债表研究中心。

从利率水平来看，债券收益率和银行间回购利率（DR007）自 2020 年 5 月份便开始走高，今年 3 月份以来保持平稳。由于债券融资需求有限，国债和企业债收益率也在全年有所下降。

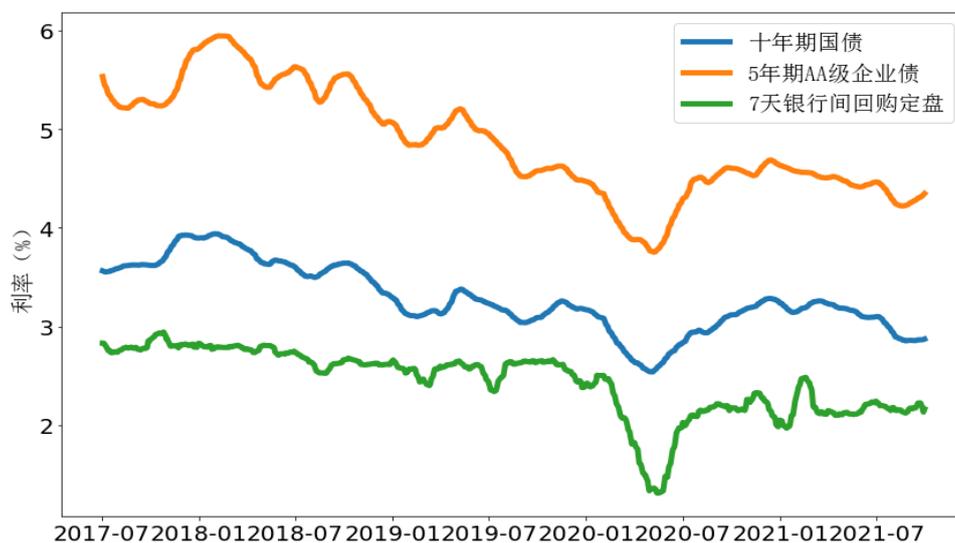


图 24 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

三、政策建议

(一) 货币总量政策应适度宽松，提振企业信心，恢复投资增速

今年前三季度的 GDP 增速尚可，但也面临着不少隐忧，消费复苏有限、投资低迷、企业部门资产负债表衰退等问题都面临考验。在投资需求持续不振，消费需求恢复也并不理想的环境下，货币政策条件可做适当的放松，以支持经济保持在潜在产出之上。

今年全球 CPI 快速上升，国内的 PPI 也升至高位，货币当局对此非常关注。IMF 也呼吁各国央行对全球通胀风险保持警惕，建议美联储收紧货币政策。中国的财政和货币政策都处在紧平衡中，全国公共财政预算支出全年仅增长 0.9%，前三季度广义货币同比增速仅为 8.3%，社融存量增速也仅为 10.0%，与此同时，对房地产市场的监控力度丝毫不减、保持定力。紧平衡下的宏观调控政策，保证了 CPI 维持在低位，并未跟随 PPI 大幅度上升，但同时也对经济复苏产生了一些消极影响。房地产投资和基建投资持续低迷，既降低了企业的融资需求，降低了企业部门杠杆率，但同时也出现了中国式的资产负债表衰退迹象，抑制经济增长。出口仍保持在较快的增速水平上，这是今年拉动 GDP 较快增长的重要原因。但随着美国的货币政策趋紧、财政补贴退潮、生产秩序恢复，出口增速不会长期维持在当前这样高的水平上。届时，对我国制造业投资也会更为抑制，进一步增加经济复苏的压力。

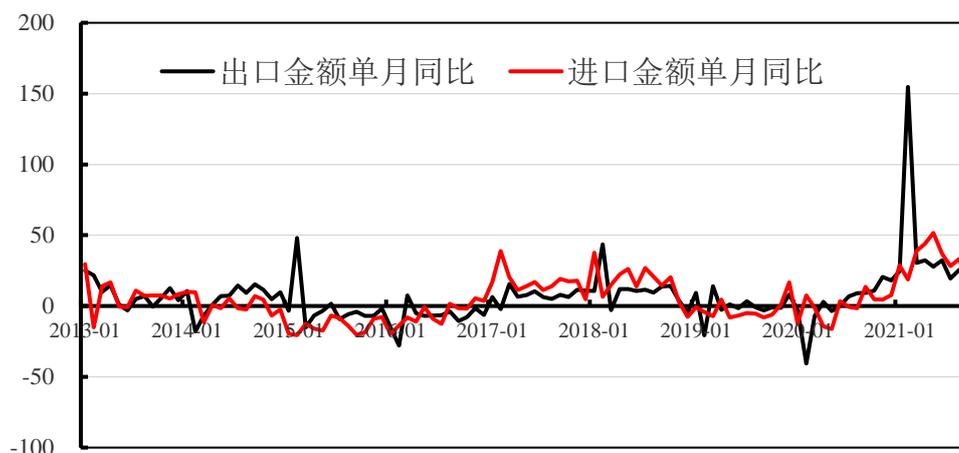


图 25 进出口金额单月同比增速 (%)

资料来源：海关总署；国家资产负债表研究中心。

当前，我们的货币政策面临着艰难考验，对未来 CPI 走势的判断至关重要。我们认为，在全社会总需求尚未完全恢复的环境下，CPI 很难出现由需求引致的大幅上涨，而供给推动的价格水平上升也非货币政策所能控制。因此，**建议适度放松总量货币政策，继续降低融资利率，降低企业的财务成本支出，尽可能提振企业的信心，带动投资恢复到正常的增长状态，并增加企业的融资需求。**

（二）增加财政支出拉动基建，以公共支出带动民间投资

基建投资是总投资的三驾马车之一，约占全部固定资产投资的 25% 左右，同时也是政府部门拉动经济的重要抓手。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，这与结构性去杠杆限制地方政府隐性债务，同时对地方政府专项债的限制趋严是高度关联的。地方政府隐性债务是金融风险中的重大隐患，既增加了政府的财务负担，也增加了金融风险，应对其加强清理，遏制“死灰复燃”。但地方政府过去所承担的基建支出也应得到支持。基建投资直接增加总需求，带动当期的经济增长；同时，更是增加了全社会的总资本存量，为长期的经济增长稳定做出贡献。

一些必要的基建投资，并不能完全用经济效益来衡量，而是更应全面考察其社会效益，考察其为未来长期经济增长所能起到的贡献。这些投资并不能完全被民间资本投资所取代，更好的社会公共基础设施反而是带动民间投资增长的前提。随着房地产市场降温，各地土地出让金收入势必也会下降，而房地产税的推出尚有较多不确定性，地方政府缺乏稳定的资金来源，就会降低基建投资的意愿。建议**适当增加国债占比，增加地方政府一般债务占比，用公共支出带动民间资本的投入，继续加强基础设施建设，保持经济长期稳定增长。**

（三）重点关注房地产业风险

恒大事件是房地产企业的个别现象，其负债中的金融负债占比不到三分之一，债权人分散，对金融体系的冲击有限。但对房地产企业债务的限制和对个人住房按揭贷款发放额度的限制都对房地产行业有所冲击。从三季度的数据看，商品房交易量已经明显下降，住房贷款利率居高不下。大量房地产企业在短期内无法满足“三道红线”的要求而主动收缩规模、降低融资，使得房地产开发投资增速也大幅下降。

从长期来看，对房地产市场的调控应保持定力，这也是实现国内大循环的基本要求。只有房地产企业转向更可持续的商业模式，降低企业杠杆率，才能抑制住房地产的投机性需求。但短期来看，应避免矫枉过正。从债券市场的表现来看，5年期AA级企业债从7月下旬到现在上升了20个基点，AA-级企业债上升了30个基点，信用利差加大。整个房地产行业当前贷款规模超过50万亿元，约占全部金融机构各项贷款余额的近30%，要避免短期流动性风险的出现。

总之，坚持“因城施策”，既要保证“房住不炒”，也应做到“收放自如”。一线城市仍要“收”，但其它地方重点城市群/都市圈可适度“放”，且更多从土地供应和住房供给角度着手，防止将房地产这一“不动产”变成“冻产”，后者会扭曲价格信号并制约资源合理配置，从动态角度看，将产生较大的效率与福利损失。

版权公告：**【NIFD季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。