



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

2020 年 10 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、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、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、财富管理市场等领域的动态，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。

宏观杠杆率阶段性快速攀升基本结束

摘要

2020 年前三季度杠杆率增幅为 27.7 个百分点，由上年末的 245.4% 上升到 270.1%。其中，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 个百分点的攀升，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%。预计四季度经济增速会进一步提高，宏观杠杆率阶段性快速攀升过程基本结束。

结构上看，一季度企业部门是杠杆率上升的最重要推动力，企业债务攀升贡献达到七成；三季度企业部门对杠杆率的贡献为负，居民和政府部门成为杠杆率上升的主动动力，贡献率分别为 46% 和 65%。

房地产交易回升带动居民住房贷款提高，也部分拉动了居民经营性贷款增速上升，成为居民杠杆率攀升的主因。个人住房贷款利率高于全社会一般贷款利率，也高于个人经营性贷款利率，刺激部分住房贷款需求以个人经营贷变相进入房地产，造成一定的风险积累。居民经营性贷款与非金融企业银行贷款增速之间的缺口愈发扩大，亦当充分重视。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社会科学院金融研究所所长
国家金融与发展实验室副主任

● 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

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

特殊资产行业运行

目 录

一、总判断：实体杠杆率增幅再度趋缓，企业杠杆率下降	1
二、分部门杠杆率分析	2
（一）居民部门杠杆率增幅仍较大，存款增速也较快	2
（二）非金融企业部门杠杆率微弱下降	8
（三）政府杠杆率在下半年都将保持较快增长	10
（四）金融部门杠杆率保持平稳	12
三、金融与实体经济畅通循环是稳杠杆的关键	14

一、总判断：实体杠杆率增幅再度趋缓，企业杠杆率下降

2020 年三季度，实体经济杠杆率攀升的态势进一步缓解，共上升 3.7 个百分点，从二季度末的 266.4% 增长至 270.1%。其中，居民部门杠杆率上升了 1.7 个百分点，从二季度末的 59.7% 增长至 61.4%；非金融企业部门杠杆率下降了 0.4 个百分点，从二季度末的 164.4% 下降至 164.0%；政府部门杠杆率上升了 2.4 个百分点，从二季度末的 42.3% 增长至 44.7%。与此同时，M2/GDP 下降了 0.1 个百分点，从二季度末的 216.3% 下降至 216.2%；社融存量/GDP 上升了 4.4 个百分点，从二季度末的 275.4% 增长至 279.8%。

从增速上看，一季度实体经济杠杆率增幅 13.9 个百分点，是仅低于 2009 年一季度的历史次高点；二季度杠杆率攀升 7.1 个百分点，只及一季度增幅的一半左右，涨幅大大收窄；三季度杠杆率增长 3.7 个百分点，又只及二季度增幅的一半左右，增幅再度趋缓。从宏观杠杆率增长的驱动因素来看，前三个季度总体债务的增速略有抬升，2019 年四季度、2020 年一、二、三季度的债务同比增速分别为 10.6%、11.1%、12.4% 和 13.1%。2020 年三季度 M2 和社融规模存量的增速分别为 10.9% 和 13.5%，也都高于一季度时的同比增速。但由于宏观经济整体复苏强劲，名义 GDP 的同比增速大幅回升，稳定住了宏观杠杆率上升的势头。前三个季度的季度名义 GDP 同比增速分别为 -5.3%、3.1% 和 5.5%，复苏的态势稳定而坚决。经济增长是宏观杠杆率稳定的关键因素，在稳健的货币政策灵活适度的政策环境下，实体经济债务增速基本保持稳定，宏观经济回升的势头决定了杠杆率的走势。

从结构上看，在一季度宏观杠杆率 13.9 个百分点的增幅中，企业杠杆率的攀升贡献了七成，政府杠杆率贡献了 16%，居民杠杆率仅贡献了 14%。在二季度宏观杠杆率 7.1 个百分点的增幅中，企业、政府与居民部门杠杆率的攀升分别贡献了 46%、25% 和

28%。在三季度 3.7 个百分点的增幅中，结构进一步调整，非金融企业部门的杠杆率下降，贡献率为-11%，居民和政府部门的贡献分别为 46%和 65%，政府部门成为杠杆率上升的最主要贡献者。

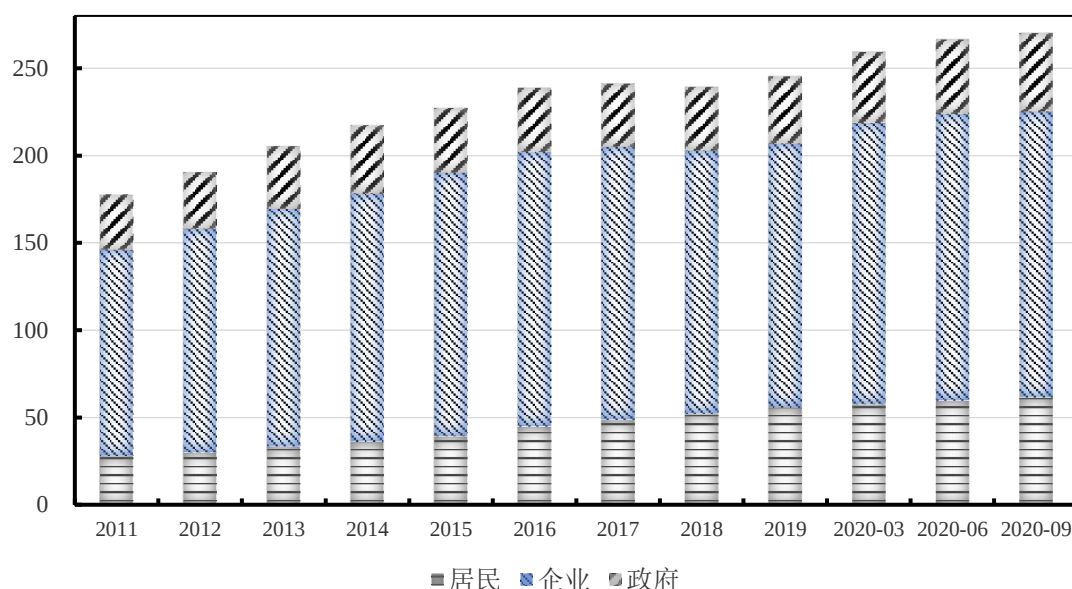


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

宏观杠杆率阶段性快速攀升的进程基本结束，四季度杠杆率将趋于稳定。国际货币基金组织在 10 月份发布的报告中预计 2020 年全球经济萎缩 4.4%，中国将是唯一保持正增长的主要国家，预计实际 GDP 全年上升 1.9%。基于这样的预期，我们认为四季度实体经济杠杆率将进一步企稳。2021 年宏观经济复苏动力将更为强劲，杠杆率增速将继续趋缓。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民部门杠杆率增幅仍较大，存款增速也较快

2020 年前三季度居民部门杠杆率上升了 5.6 个百分点，由上

年末的 55.8% 上升到 61.4%。三个季度分别上升了 1.9、2.0 和 1.7 个百分点，一二季度的增幅都较大，三季度增幅有所放缓，但增幅的绝对水平仍然较高。居民部门杠杆率主要由住房贷款和个人经营性贷款所拉动，短期消费贷款仍在负增长区间。

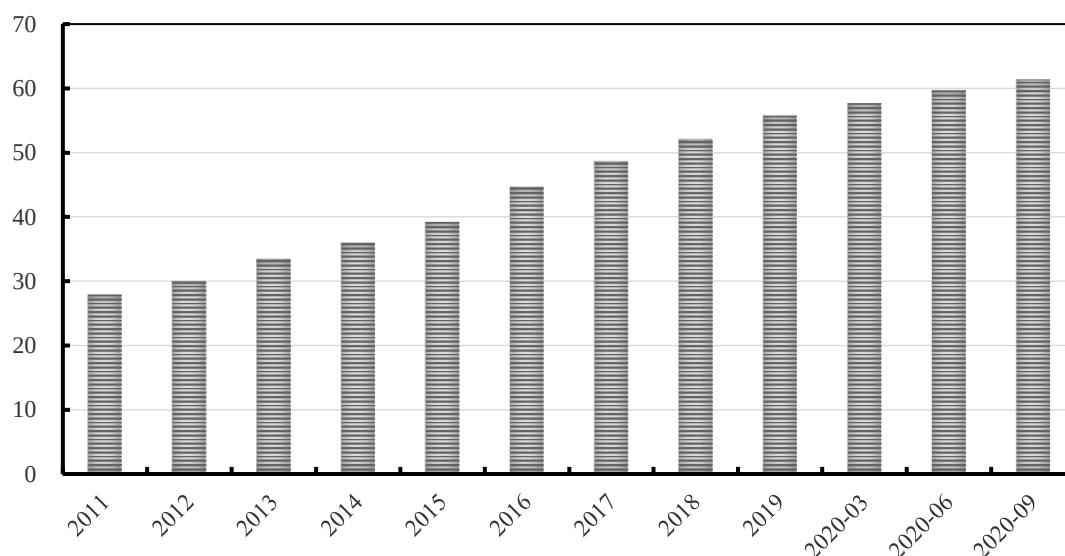


图 2 居民部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

1. 居民消费和短期消费性贷款较弱

居民中长期消费贷款和经营性贷款都已恢复至较高增速，但短期消费贷款仍然负增长。三季度末居民贷款规模为 61.4 万亿元，同比增速为 14.7%，增速相比一二季度有所回升。其中，中长期消费性贷款（主要为房贷）同比增速最高，达到 20.8%，是 2018 年以来的较高增速水平；居民经营性贷款同比增长 18.7%，已经达到了 2015 年以来的最快增长速度。而居民短期消费性贷款仍处于负增长区间，同比下降了 11.0%。

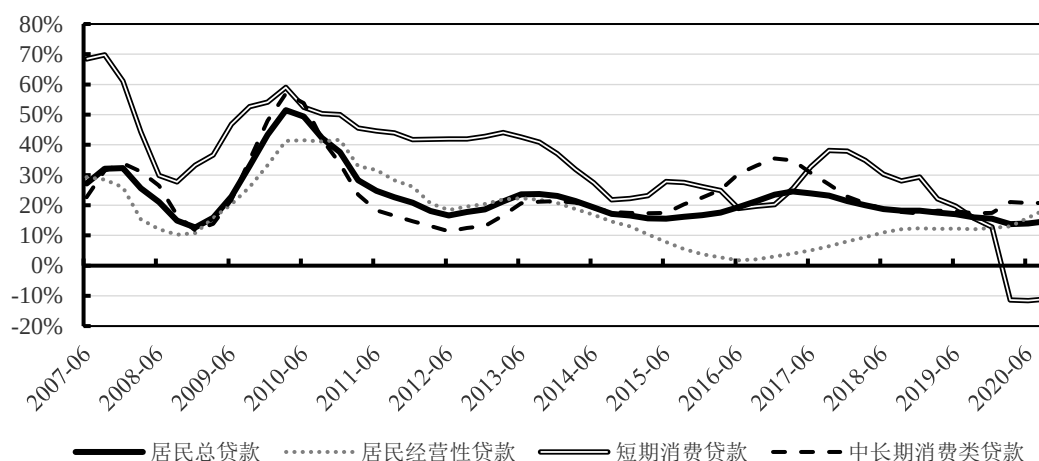


图3 居民各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

经济复苏乏力、消费低迷是短期消费性贷款下滑的主因。今年前三个季度的社销零售总额累计下滑了 7.2%，消费在总需求三驾马车中表现最弱。居民短期消费性贷款与居民消费的关联性较强，二者在历年中增速的变动方向都较为一致。自二季度以来，居民消费已出现部分复苏的迹象，与居民消费相关性较强的批发零售业同比增速从一季度的-17.8%恢复到第三季度的 3.1%，住宿餐饮业同比增速从一季度的-35.3%恢复到第三季度的-5.1%。基于这种恢复态势，预计居民消费将在 2021 年恢复到正常水平，居民短期贷款余额也将企稳回升。

2. 房地产交易极为强劲，拉动居民按揭贷和经营贷上升

房地产市场在二季度恢复交易量后，三季度仍然保持强劲，远高于过去两年的同期交易量。三季度，十大城市中的一线城市商品房交易套数达到 11.57 万，达到 2016 年四季度以来的峰值；二线城市商品房交易套数达到 11.68 万，相比二季度稍有回落，但仍处于过去几年中的较高水平。一线城市住房市场的交易火爆往往会成为全国范围内房价上涨的预警信号。今年三季度深圳市二手房成交了 3.4 万套，自 2016 年二季度以来再次回到了 3 万套以上的季度交易水平。

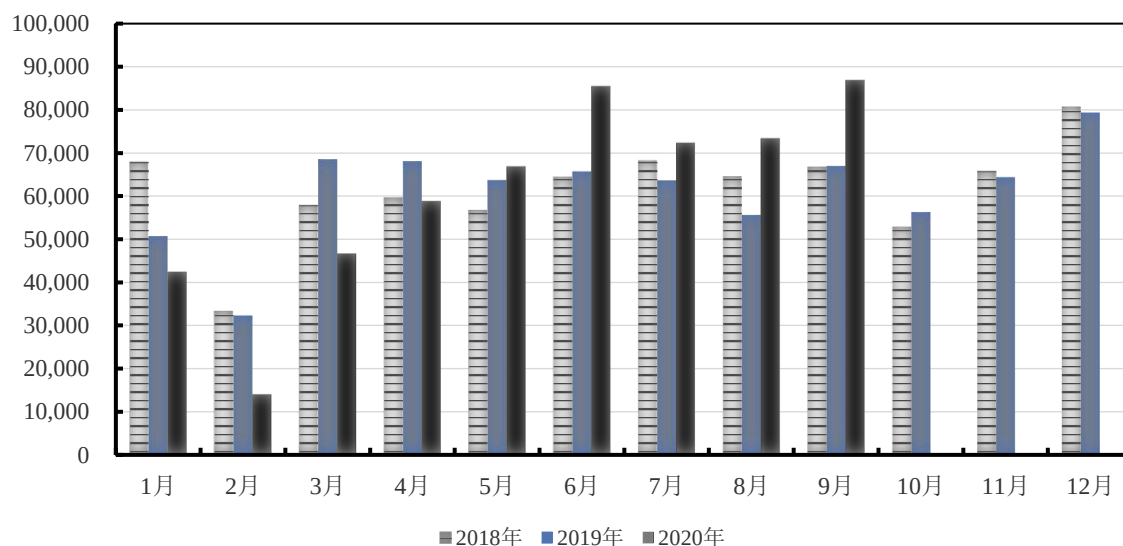


图4 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

房地产交易上升直接带动居民住房按揭贷款余额的提高，同时也部分拉动了居民经营性贷款的回升。2020 年前三个季度的居民中长期消费贷款增长都较快，高于 2018 年和 2019 年的增速水平，这与今年房地产市场交易活跃密切相关。同时，居民经营性贷款增速也在上升，三季度末的增速达到 18.7%。与之相比，非金融企业银行贷款同比增速仅为 12.3%，居民经营性贷款与非金融企业银行贷款增速之间的缺口愈发扩大。

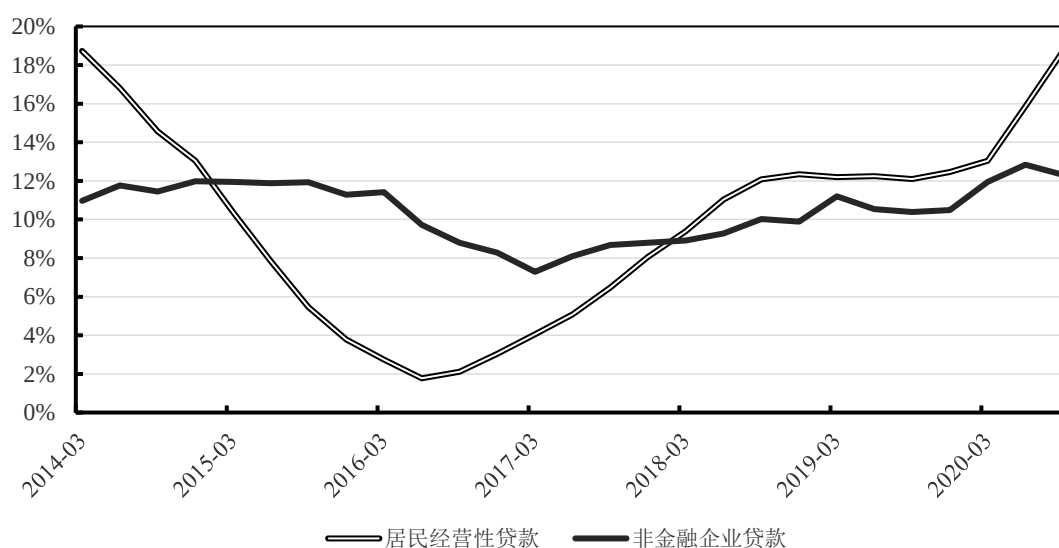


图5 居民经营性贷款与非金融企业贷款同比增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

居民经营性贷款与非金融企业银行贷款增速缺口拉大这一现象主要由两个因素导致：一是普惠金融的力度加大，银行对于个体工商户的支持力度加强。另一方面，更为值得注意的是，经营性贷款违规进入住房市场的现象加剧。在住房限贷政策没有放松，但房价仍存在一定上涨预期的环境下，部分按揭贷款的需求可能会通过以住房为抵押的经营性贷款来绕道实现。

住房贷款绕道经营贷的现象也可以从利率水平的倒挂现象中得到部分印证。今年以来，虽然全社会利率水平有所下降，但个人住房贷款利率依然较高，存在利率倒挂现象。自 2020 年一季度开始，个人住房贷款利率超过了人民币一般贷款加权平均利率。到二季度各项利率水平都有所下降，但倒挂现象依然存在，个人住房贷款加权平均利率为 5.42%，而一般贷款的加权平均利率降至 5.26%。这种利率倒挂现象会刺激部分房地产贷款以经营贷的“马甲”形式出现。

在宏观经济恢复正增长，居民消费也保持复苏态势的环境下，还应继续保持住房市场的稳定，加强对住房相关贷款的宏观审慎管理，坚持“房住不炒”，避免房价过快上升，做到稳地价、稳房价、稳预期。

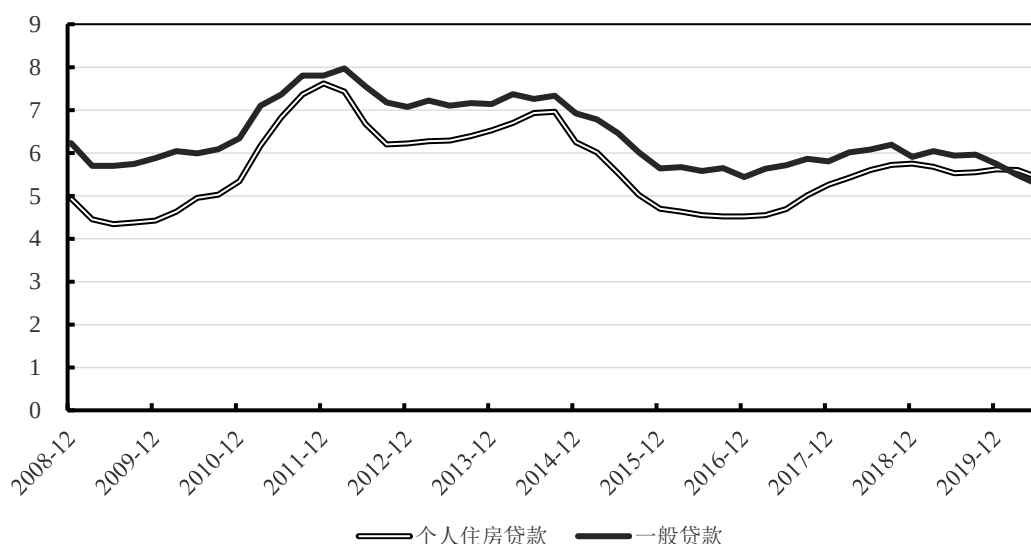


图 6 人民币贷款加权平均利率 (%)

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

3. 居民存款保持较高增速，与消费不振相对应

在疫情冲击下，居民消费低迷，虽然在二三季度有所复苏，但整体增速依旧较慢。从贷款角度来看，居民短期消费贷款同比下降，是消费低迷的一种映射。从存款角度来看，居民存款增速较高，2020 年三季度末的存款余额同比增长了 13.8%。在居民收入同比增速下降，消费性贷款规模下降的环境下，居民存款还保持着较高的增长。居民的净存款（存款 - 贷款）的增速在三季度末达到 11.9%，前三季度都保持在 10% 以上的增速。与此同时，居民除存款外的金融资产也以较快的速度增长。当前居民约有 90 万亿元存款，而持有的金融资产达到 160 万亿元，非存款类金融资产已达到 70 万亿元。可见，虽然居民部门杠杆率在最近几年增速较快，但同时也应该看到，居民以存款为主的金融资产也以较快的速度增长，显示出居民资产负债表的稳健性正在加强。

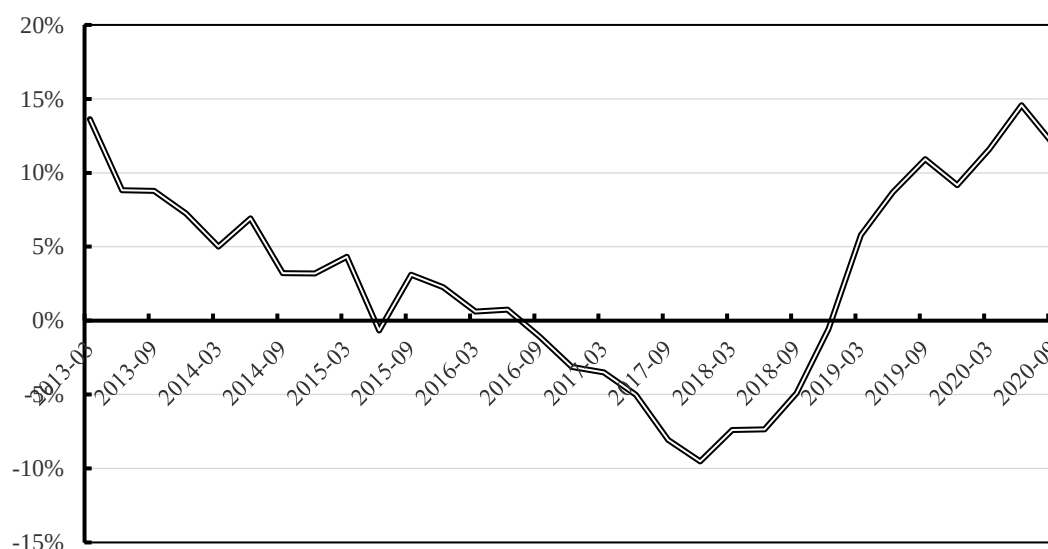


图7 居民部门净存款（存款-贷款）增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

居民部门资产负债表修复，一方面加强了居民部门的金融稳定性，减弱了杠杆率上升所带来的负面影响；另一方面也抑制了居民正常的消费需求，拉低经济增速。畅通国内国际双循环的关键在于启动国内消费带动的良性经济增长，因此也应适度降低居

民净存款的增速，增加居民部门的消费需求。这将继续探索适合我国经济发展与金融稳定的合意杠杆率。

（二）非金融企业部门杠杆率微弱下降

2020 年前三季度，非金融企业部门杠杆率分别上升了 9.8、3.3 和-0.4 个百分点，共上升了 12.7 个百分点，由上年末的 151.3% 上升到 164.0%。企业杠杆率增速在二季度迅速回落，到三季度则实现了杠杆率绝对水平的回落。影子银行融资大幅回落是非金融企业杠杆率下降的主要原因，大量表外贷款继续回归表内，金融稳定性增强。

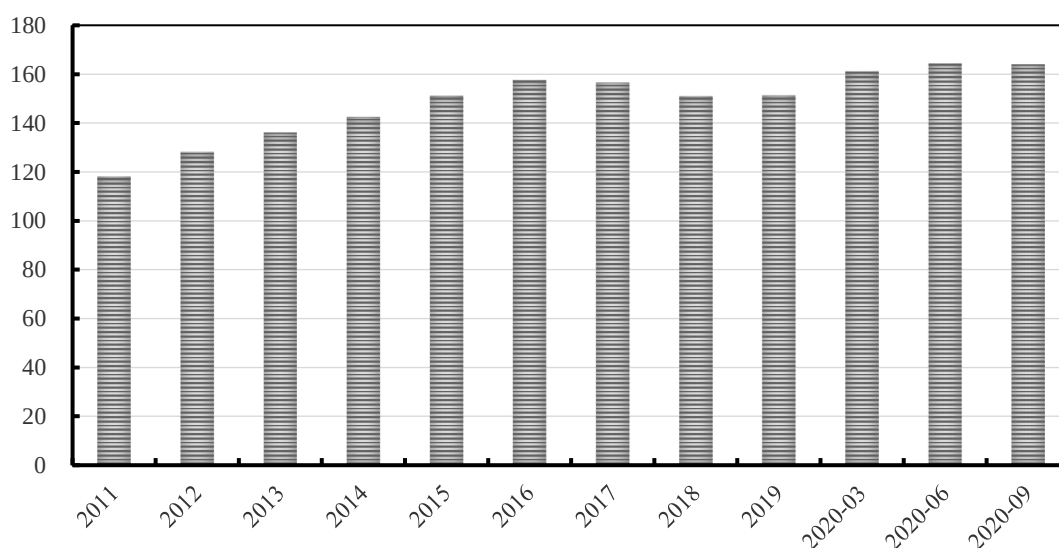


图 8 非金融企业部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

1. 影子银行债务继续回落，金融支持实体经济效果显著

非金融企业债务增速继续下降。今年一季度企业债务环比上升 5.3%，二季度的环比增速降至 2.8%，三季度进一步下降到 1.2%，企业债务增长已基本回归到正常水平，带动企业部门去杠杆。从各类融资渠道来看，委托贷款和信托贷款融资余额继续下降，前三个季度这两种融资规模共下降了 7251 亿元。根据银保监会的统计，金融去杠杆以来，影子银行总共压降了 20 万亿元规模，大量表外融资回归表内，增强了金融体系的稳定性。另一

方面，银行贷款和企业债券的增速也出现了回落。三季度非金融企业银行贷款环比上升了 1.5%，企业债余额环比上升了 2.3%，基本回归到往年正常时期的增速水平。

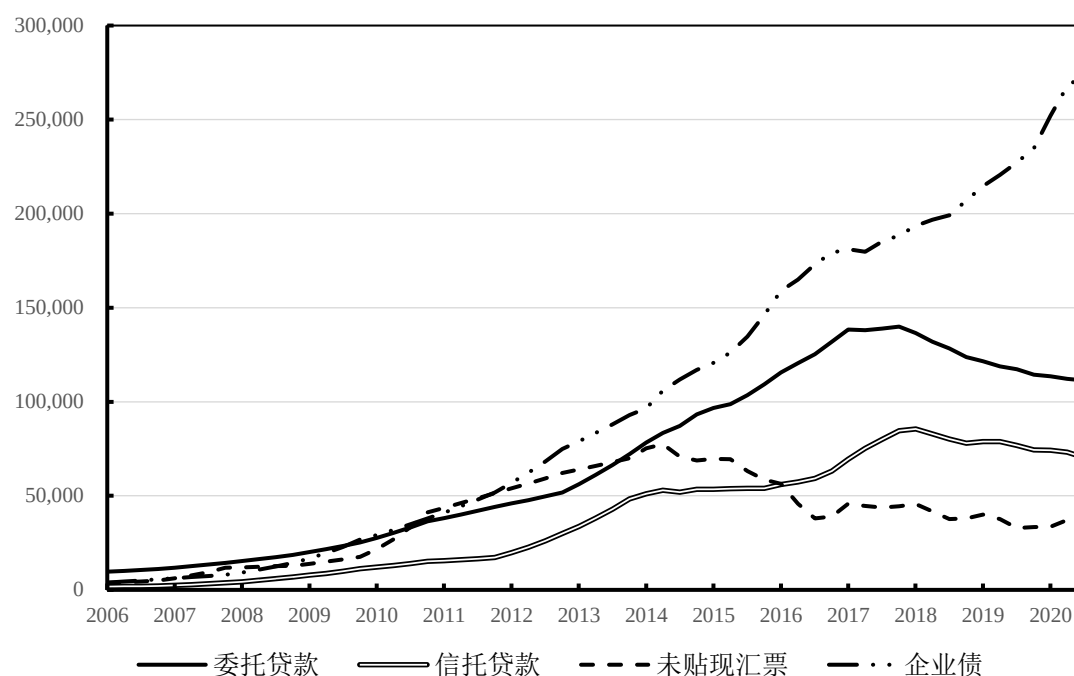


图9 非金融企业融资规模（亿元）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

2. 制造业投资和融资的需求仍然乏力

除影子银行规模大幅压降外，非金融企业杠杆率趋于平稳的另一个重要原因在于实体经济特别是制造业的投融资需求乏力。实体经济在三季度虽然实现了较强的复苏，但从结构来看主要是基建投资和房地产投资的拉动作用较大，制造业投资累计增速仍为负值。三季度末，固定资产投资完成额累计同比增长 0.8%，其中房地产开发投资累计增长 5.6%，基建投资累计增长 2.4%，而制造业投资累计仍下跌 6.5%。制造业投资受到的外部冲击最大，是经济增长的主要拖累。

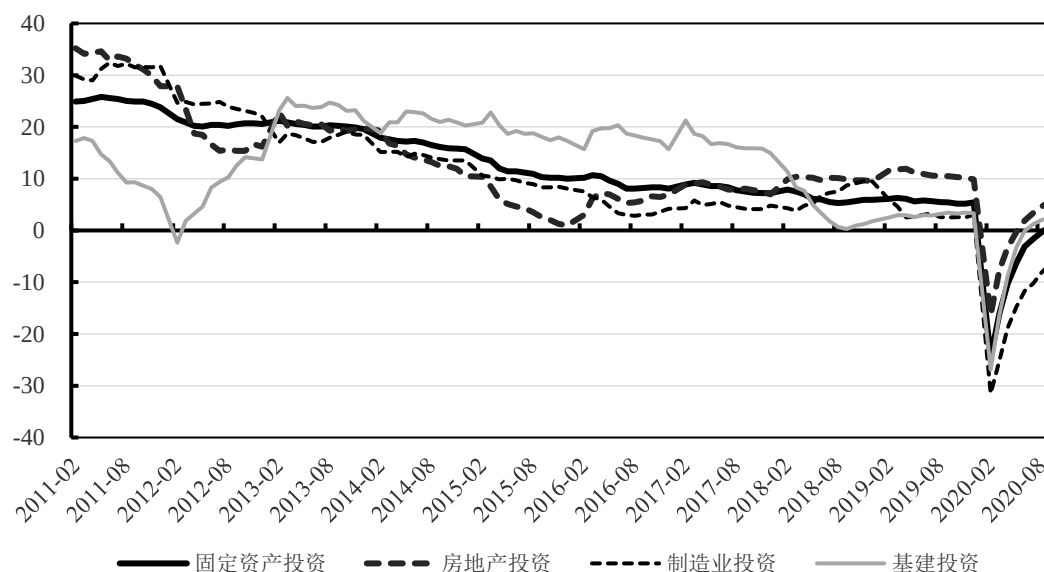


图 10 固定资产投资累计增速 (%)

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

制造业是经济增长过程中较为内生的行业，受最终消费需求的影响较大，且与以政府支出拉动的投资关联性较低。这部分需求的萎缩，显示出当前经济恢复尚没有到位，消费需求和制造业投资还需要更为强劲的复苏动力和信心。

(三) 政府杠杆率在下半年都将保持较快增长

2020 年前三季度，政府部门杠杆率分别上升了 2.2、1.8 和 2.4 个百分点，共上升了 6.4 个百分点，由上年末的 38.3% 上升到 44.7%。其中，中央政府杠杆率在三季度上升了 1.3 个百分点，从 17.8% 上升至 19.1%；地方政府杠杆率在三季度上升了 1.1 个百分点，从 24.5% 上升至 25.6%。政府赤字和债务规模加大，杠杆率增幅较大，四季度仍将保持较快增长。

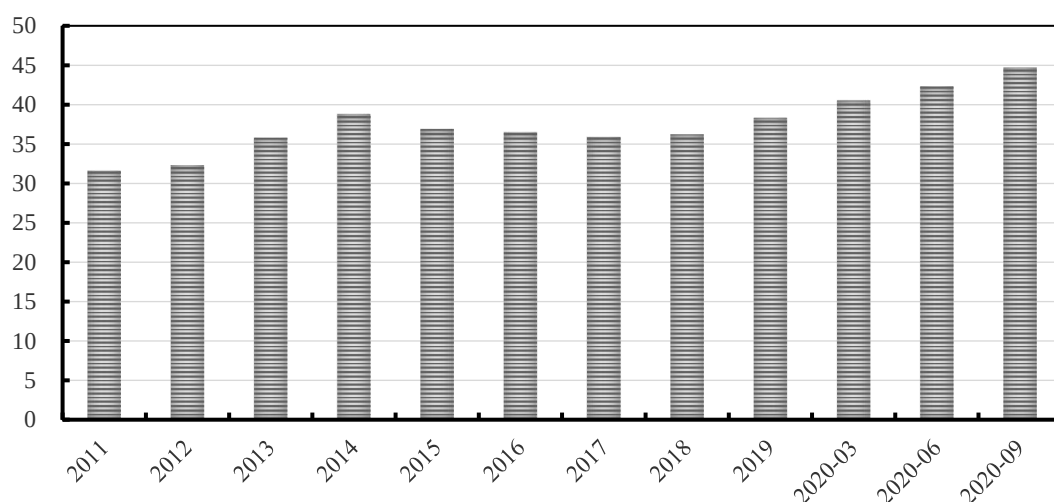


图 11 政府部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

今年的两会中确定了赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方专项债额度比去年增加了 1.6 万亿元。根据这一安排，2020 年中央财政一般债务余额将上升 2.78 万亿元，特别国债余额上升 1 万亿元，二者共计上升 3.78 万亿元；地方财政一般债务余额上升 0.98 万亿元，地方政府专项债务余额上升 3.75 万亿元，二者共计上升 4.73 万亿元；中央政府与地方政府债务加总共计上升 8.51 万亿元。

前三季度中央政府债务增加了 2.35 万亿元，地方政府债务增加了 4.27 万亿元，二者共计 6.62 万亿元，距离全年的新增政府债务限额还差 1.89 万亿元，其中绝大部分都为中央政府债务，地方政府债务新增限额已基本使用完毕。前三个季度地方债发行规模远超去年同期，2019 年全年地方政府债务余额上升了 2.92 万亿元，2020 年前三个季度地方政府债务余额已经上升了 4.27 万亿元，地方政府的发行意愿非常积极。中央政府债务在三季度增速加快，上半年国债余额仅上升了 9800 亿元，三季度则上升了 1.5 万亿元，四季度仍剩余 1.4 万亿元额度。可以预见，今年四季度中央政府杠杆率仍将上行，地方政府杠杆率将趋于稳定。

表 1 地方政府债务余额（亿元）

		国债	地方债	一般债务	专项债务	合计
2019 年	债务限额	175208	240774	133089	107685	415983
	年末债务余额	168038	213072	118694	94378	381110
	新增债务	17702	29210	8755	20455	46912
	新增债务限额	18300	30800	9300	21500	49100
2020 年	债务限额	213008	288074	142889	145185	501083
	三季度末余额	191510	255821	128193	127628	447331
	前三季度增加额	23472	42749	9499	33250	66221
	四季度剩余额度	14328	4551	301	4250	18879
	新增债务限额	37800	47300	9800	37500	85100

资料来源：财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

国际货币基金组织《财政监测报告》认为 2020 年中国广义财政的赤字率将达到 11.9%。从我们的分析来看，全年广义政府的债务限额增长 8.5 万亿元，另外，理论上还有约 3.5 万亿元额度可用。这 3.5 万亿元的可用额度来自于 2019 年 41.6 万亿元的政府债务限额和 38.1 万亿元的政府实际债务余额之间的缺口。如果将这 3.5 万亿元缺口也利用充足，则全年政府债务理论上可扩大 12 万亿元，约占名义 GDP 的 12%，与国际货币基金组织所推测的 11.9% 的广义财政赤字率相吻合。但我们认为，随着中国宏观经济的企稳，政府部门的债务扩张力度会趋于缓和，大概率不会在今年四季度用到 3.5 万亿元的剩余额度，全年政府债务增幅将保持在 8.5 万亿元之内，也就不会再额外推高政府部门杠杆率。正是政府部门积极加大杠杆率水平、扩张财政支出、实施减税降费等举措，对冲了疫情冲击对实体经济的负面影响，快速拉动宏观经济企稳回升。

（四）金融部门杠杆率保持平稳

2020 年前三季度，资产方统计的金融部门杠杆率分别上升了 2.9、-0.5 和 -1.6 个百分点，前三季度共上升了 0.8 个百分点；负债方统计的金融部门杠杆率分别上升了 1.0、-0.3 和 1.6 个百分点，前三季度共上升了 2.3 个百分点。金融部门去杠杆的成绩

保持稳定，金融监管彰显定力，但同时也应关注不良率上升的风险。

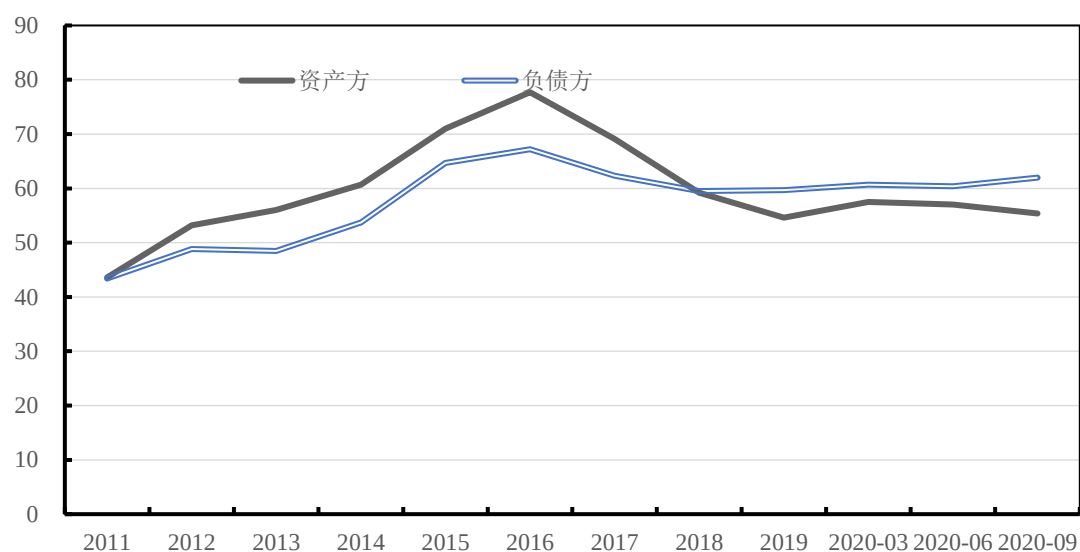


图 12 宽口径金融部门杠杆率 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

面对疫情冲击，为了完成金融支持实体经济和普惠金融的要求，商业银行普遍放松了风险监控，扩大了信贷资产的风险敞口。

首先，贷款利率的下降增加了资金的投机需求，部分信贷资金违规流入了房地产和资本市场。一旦出现资产价格的较大波动，这部分信贷资金的违约率可能会提高。

第二，由于普惠金融的要求，商业银行增加了对中小微企业贷款和无抵押贷款。今年前三季度，人民币贷款、M2 和社会融资规模存量的同比增速分别为 13.2%、10.9%和 13.5%，普惠小微贷款余额增速则达到 29.6%，自 2018 年起一直处于加速上升态势，当前普惠小微贷款余额已达 14.6 万亿元，普惠贷款在全部贷款中的占比提升。一般来说，越是小微普惠贷款，不良的比例可能越高。当前商业银行整体的不良贷款率仅有 1.94%，但城商行的不良率已经达到 2.30%，农商行已经达到了 4.21%，民营银行不良率也快速上升，达到 1.31%。

第三，部分贷款并非支持新增经济活动，而仅仅是应对企业的流动性需求和对已有债务的还本付息。今年 6 月份，央行出台

了两项针对小微企业的普惠政策工具，为还本付息出现困难的小微企业提供信贷政策支持。此外，对于暂时面临困难的小微企业，商业银行也多采用借新还旧的方式提供流动性支持。虽然部分企业会受益于暂时的流动性支持而得以扩张发展，但也会出现一部分企业在未来货币政策正常化时期同样面临经营困难，从而转化为商业银行的坏账。可以预计，未来不良贷款率继续上升将不可避免。

要对未来不良贷款做到未雨绸缪，需从两个方面做好准备。首先是预先计提拨备，减少银行分红。在银行账面利润随着存贷款规模快速上升而上升的同时，要进一步夯实家底，更大幅度地计提拨备。第二是进一步给予财政上的补助，包括用专项债资金充实地方法人银行的资本金，也包括用财政与金融相协同的方式给予中小企业相应的支持。

三、金融与实体经济畅通循环是稳杠杆的关键

三季度我国宏观杠杆率进一步企稳，增幅逐次下降。从双循环新发展格局的视角看，金融与实体经济畅通循环是稳定宏观杠杆率的关键。

按照与实体经济的关系，新增债务可分为两类。第一类是创造增加值的新增债务，由消费或资本形成所引致，与支出法 GDP 直接相关。厂商新增投资的融资中有一定比例来自于新增债务，居民的消费支出中也有一定比例来自于新增债务。这部分债务的上升与 GDP 的形成具有较强的相关性，是促进经济增长的重要融资来源。第二类债务与生产活动无关，包括对存量资产交易所产生的债务，主要指在二级市场进行的资产交易，包括股票、债券、二手房地产等等，以及用于借新还旧的新增债务。这些债务的产生并不能直接促进 GDP 的产生，而只是间接推高了资产价值，破坏金融系统的稳定性。

对于第一类债务，只要能保持新增债务与总支出之间的稳定性，宏观杠杆率就具有稳定的趋势。即使在总支出中，这类债务

的占比较高，也基本不会破坏一个稳定的宏观杠杆率。而对于第二类债务，由于其与经济增长活动完全无关，即使是小幅度的上升，也会导致宏观杠杆率的直接攀升，是宏观杠杆率产生长期上升趋势的主要原因。

从我国过去十余年的发展经验来看，2003~2008 年这段时期新增债务与名义 GDP 基本保持稳定。金融发展主要功能是支持实体经济活动，因此宏观杠杆率也保持稳定。而 2008 年之后的一段时期，天量的新增债务被用于存量资产的交易，以及僵尸企业的借新还旧。这部分新增债务不能有效支持实体经济活动，由此也导致宏观杠杆率的快速攀升。直到 2015 年中央提出供给侧改革，杠杆率快速攀升的势头才得以缓解。2020 年，由于疫情的外部冲击，经济活动有所停滞，大量新增债务再次流入到存量资产的交易市场及用于补充流动性和借新还旧，金融与实体经济的均衡再一次被打破，这是宏观杠杆率在 2020 年快速攀升的内在原因。

2020 年上半年，面对疫情冲击，央行积极“创新直达实体经济的货币政策工具”，并实现了对抗疫物资生产企业和小微企业的信贷精准投放，已有超过 1 万亿元的信用增长是通过这种创新直达工具实现的。但与此同时，由于部分小微信用贷款的融资利率较低，也导致了类似于经营贷违规进入房地产市场以及票据融资与结构性存款利率倒挂所形成的资金空转等问题。违规流入房地产及股票市场，或者再次通过结构性存款回流到金融体系的新增信用并没有相应的经济活动相伴随，只能进一步推高宏观杠杆率，增加宏观金融体系的脆弱性。

宏观杠杆率上升、信贷与实体经济不匹配、资金流入资本二级市场，在一定意义上是同一问题的不同表现。尤其是在面对负面的外部冲击环境下，货币当局为对冲经济下行而放松信贷时，更容易同时产生这些后果。因此，需要加强宏观审慎管理，纠正杠杆率的错配（即减少信贷流向低效企业甚至是僵尸企业），严

控信贷资金违规流入房地产、股票和债券的二级交易市场，降低信贷与实体经济的不匹配。长期看，应大力推进供给侧结构性改革，一方面，转变经济发展方式，告别信贷驱动增长模式；另一方面，金融业回归支持实体经济的本质，规范资本市场并坚持房住不炒，降低金融体系的资金空转。

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。