



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶
刘磊

2022年5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。

经济下行压力加大 杠杆率升幅明显

——2022 年第一季度中国杠杆率报告

摘要

2022 年第一季度的宏观杠杆率从 2021 年末的 263.8% 上升至 268.2%，共上升了 4.4 个百分点，升幅明显。疫情仍是最大不确定性，导致经济下行压力加大。根据不同的经济增速所作的情景预测表明，2022 年宏观杠杆率将有较大幅度上升，不利情景下杠杆率或将攀升 10 个百分点以上。

非金融企业杠杆率开始较大幅度反弹，第一季度上升了 4.1 个百分点。但并未根本扭转企业资产负债表式衰退风险，企业投融资意愿仍然不强。企业杠杆率抬升主要由于利率极低的票据融资大规模放量，企业长期贷款增速仍在下降。

货币政策空间与效果都遇到一定限制，未来需要财政政策更为积极。1998 年以来，我国共发生过 7 次上调预算赤字或增发特别国债的事件。当前，应在风险可控的前提下扩大国债发行规模，发挥财政政策结构性、直达性的优势，支持中央提出的全面加强基础设施建设，发力稳增长。

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
主任

● 刘磊

国家金融与发展实验室
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

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

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

目 录

一、总判断：宏观杠杆率开始上升	1
二、分部门杠杆率分析	4
(一) 居民杠杆率持平，结构有所优化	4
(二) 非金融企业杠杆率较大幅度反弹	7
(三) 地方政府杠杆率略有上升	10
(四) 金融部门杠杆率保持稳定	13
三、总结与展望	16
(一) 经济下行压力加大，杠杆率或将攀升 10 个百分点	16
(二) 促进房地产信贷平稳有序投放	16
(三) 加大财政政策支持力度	17

一、总判断：宏观杠杆率开始上升

我们测算一季度宏观杠杆率上升 4.4 个百分点，从 2021 年末的 263.8% 上升至 268.2%。其中居民部门杠杆率基本保持稳定，下降了 0.1 个百分点，从 2021 年末的 62.2% 降至 62.1%；非金融企业部门杠杆率上升幅度较大，上升了 4.1 个百分点，从 2021 年末的 154.8% 上升至 158.9%；政府部门杠杆率小幅上升，上升了 0.4 个百分点，从 2021 年末的 46.8% 增长至 47.2%。与此同时，M2/GDP 上升了 5.8 个百分点，从 2021 年末的 208.4% 升至 214.2%；社融存量/GDP 上升了 4.6 个百分点，从 2021 年末的 274.7% 升至 279.3%。

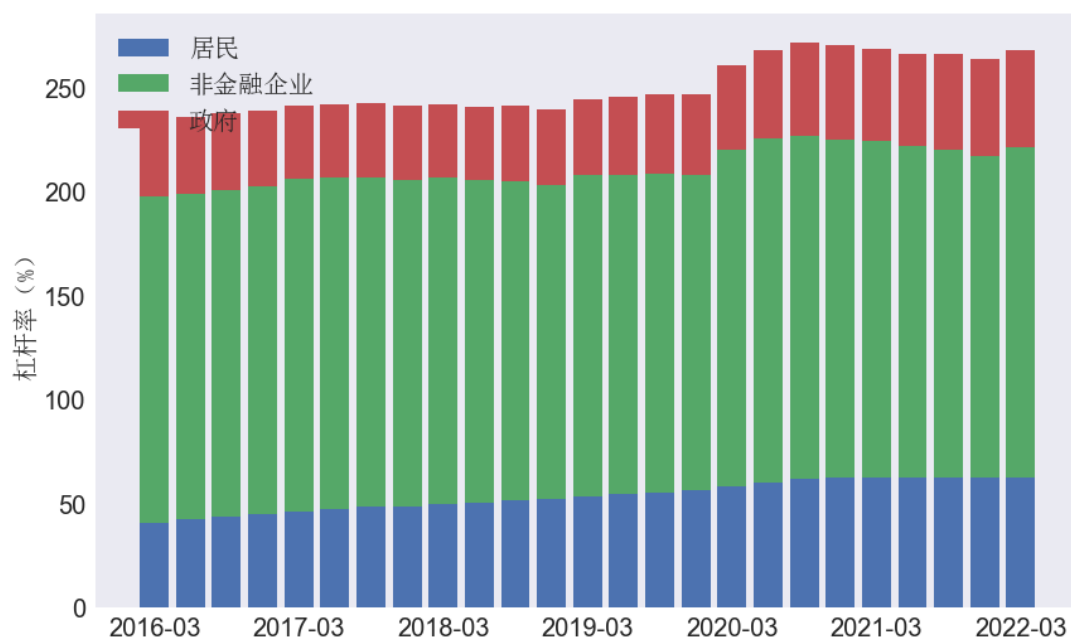


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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

受疫情冲击，2020 年和 2021 年这两年中，宏观杠杆率总共上行了 17.3 个百分点，其中 2020 年上行了 23.6 个百分点，2021 年下降了 6.3 个百分点。2022 年第一季度则再度出现杠杆率上升的态势，一个季度即上升了 4.4 个百分点，处于历史上较高的增长速度。一方面，经济增长的三重压力不减，经济增速仍处于较低的位置；另一方面，债务增速提高，带动宏观杠杆率上升。根据基准假设，十四五期间我国实际经济增速如果维持在 5-6% 区间，GDP 缩减指数保持在 3% 左右，则宏观杠杆率势必会保持上升态势。

相比于 2021 年下半年，2022 年第一季度的债务增速有所恢复，而 GDP 增速继续下行，共同拉动了宏观杠杆率的上升。第一季度实际 GDP 同比增长了 4.8%，虽然有去年基数较高的原因，但仍处于历史上较低水平。从环比上看，第一季度相比于 2021 年第四季度环比折年仅增长了 5.3%，相比于疫情发生前的平均水平仍然是下了一个台阶。由于价格水平的回落，GDP 平减指数的同比增速相比于过去三个季度也有所下降。这两个原因共同作用，使得名义 GDP 的同比增速相比于 2021 年下半年进一步下降，在分母因素上使宏观杠杆率上行。货币政策逆周期调节的力度上升，第一季度末 M2 的同比增速上升至 9.7%，实体经济债务的同比增速则提高到 10.1%。考虑到基期因素（2021 年第一季度货币和债务增速都是全年最高水平），货币政策的宽松力度已然较强。

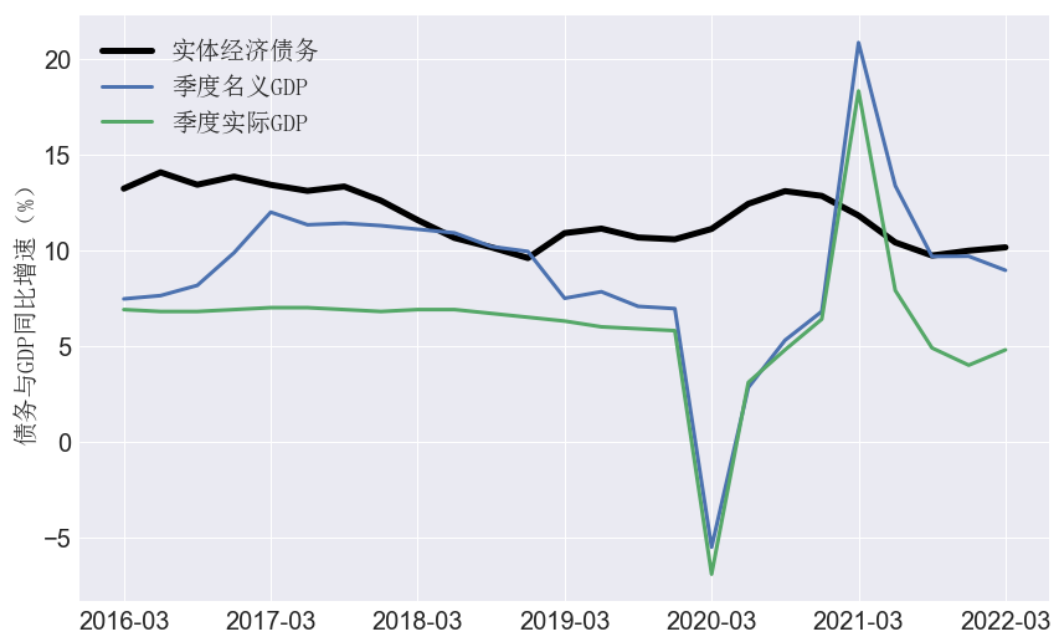


图 2 债务与 GDP 同比增速

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

2022 年第一季度的 GDP 缩减指数低于过去三个季度，下降到 4.1% 的水平。一方面是 CPI 持续维持在较低的水平上，三月份的同比增速为 1.5%，与去年 12 月份的增速基本持平；另一方面是 PPI 增速大幅下降，3 月份 PPI 同比增速回落至 8.3%，且还处于继续回落的态势中。CPI 指数受消费需求端影响较大，受经济下行的影响，居民消费需求不振，很难带动 CPI 有较大幅度上涨；PPI 在 2021 年受全球大宗商品成本价格影响较大，出现了本世纪最大增幅，但随着全球物价增速放缓以及下游消费需求低迷，PPI 也很难保持长时间上涨。

叠加基期的因素，未来 PPI 的增速仍将下行，带动 GDP 缩减指数继续下降。虽然一般价格水平增速下降有利于货币政策释放更大的空间，支持更大幅度的货币和债务扩张，使央行免受物价水平的掣肘；但物价是宏观杠杆率的分母因素之一，其增速下降则客观上拉低了名义 GDP 的增速，抬高了宏观杠杆率预期。

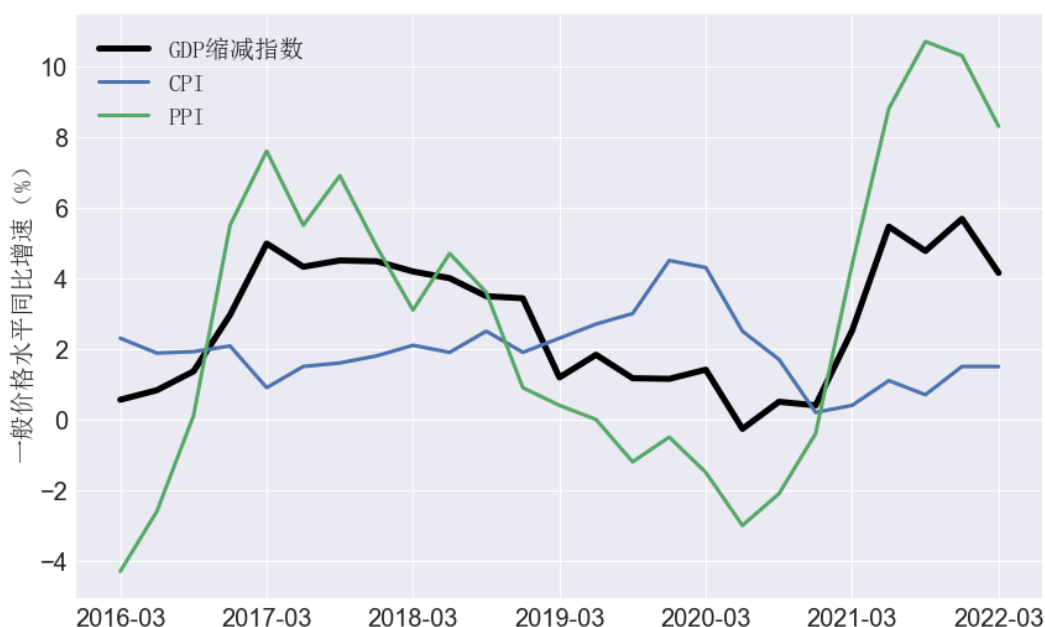


图 3 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心

从杠杆率结构上看，第一季度带动宏观杠杆率上升的主要是非金融企业部门，一个季度上升了 4.1 个百分点，占到全部上升幅度的近 95%。这一格局与 2020 年第一季度十分类似，当时非金融企业杠杆率也是一个季度上升了 9.9 个百分点，占到全部杠杆率上升幅度的 70% 以上。非金融企业杠杆率的大幅上升体现了信用供给方面的宽松力度，有利于帮助非金融企业放宽资金约束，加大投资，以投资来带动经济恢复。政府部门杠杆率有小幅提高，主要得益于地方政府专项债的加快发行，叠加去年第四季度大幅增长的专项债资金，基建投资有较大幅度的增长。居民杠杆率基本未变，房地产贷款较为稳健。

在基准情景下（全年经济增长 5.5%，GDP 缩减指数增长 3%，居民和企业债务合计增长 10%），预计 2022 年第二季度后宏观杠杆率的增速将逐渐放缓，未来三个季度共上升 1 个百分点左右，全年上升 5 个百分点。但从当前宏观经济运行状态来看，外部冲击的负面压力依然较大，第二季度经济增速很可能不及预期。如果全年经济增速不及 5%，杠杆率或将上升近 10 个百分点。

二、分部门杠杆率分析

(一) 居民杠杆率持平，结构有所优化

2022 年第一季度居民部门杠杆率下降了 0.1 个百分点，从 2021 年末的 62.2% 下降至 62.1%，已经持续七个季度在 62% 的水平上左右小幅波动。居民债务增速放缓是杠杆率保持平稳的直接原因；个人经营性贷款占比仍在提高，既有利于稳定经济增长，也有利于缓解居民债务的系统性风险。

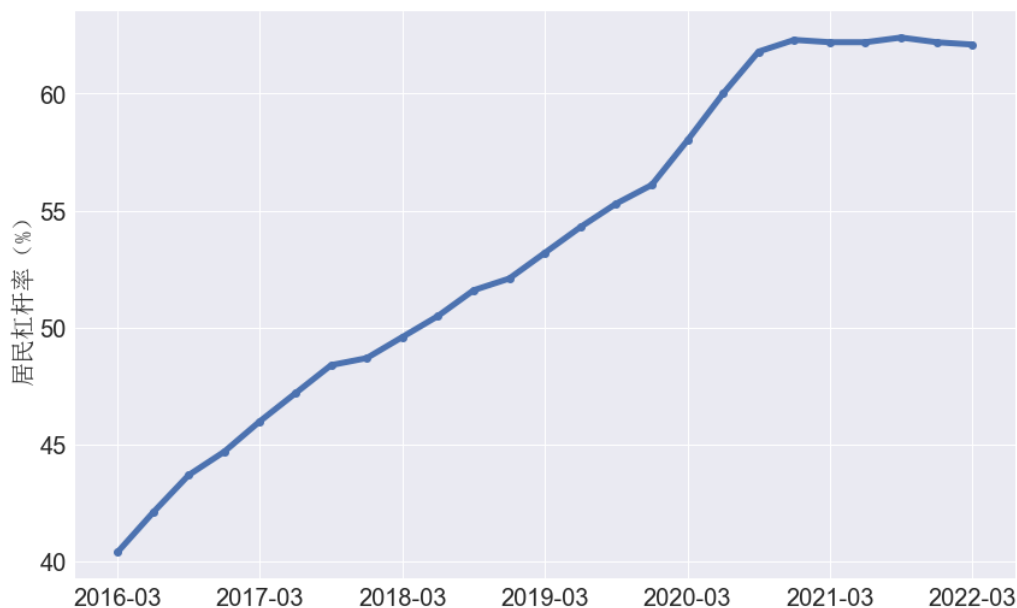


图 4 居民部门杠杆率

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. 居民债务增速降至本世纪以来最低水平

随着经济下行以及居民收入下行，居民的消费和贷款融资意愿都有所下降。今年第一季度居民人均可支配收入和人均消费水平分别为 10345 元和 6393 元，比去年同期分别上涨了 6.3% 和 6.9%；这样的增速相比去年有较大幅度下行，且低于疫情前约 8% 左右的平均增速。与之相对应，今年第一季度居民债务的增速降至 10.1%，是本世纪以来的最低增长速度。其中：短期消费贷款增速下滑的最多，第一季度仅同比增长了 3.9%；住房贷款（以居民中长期消费性贷款的指标替代）同比增长了 9.3%，也是降至了近十余年以来的最低值。

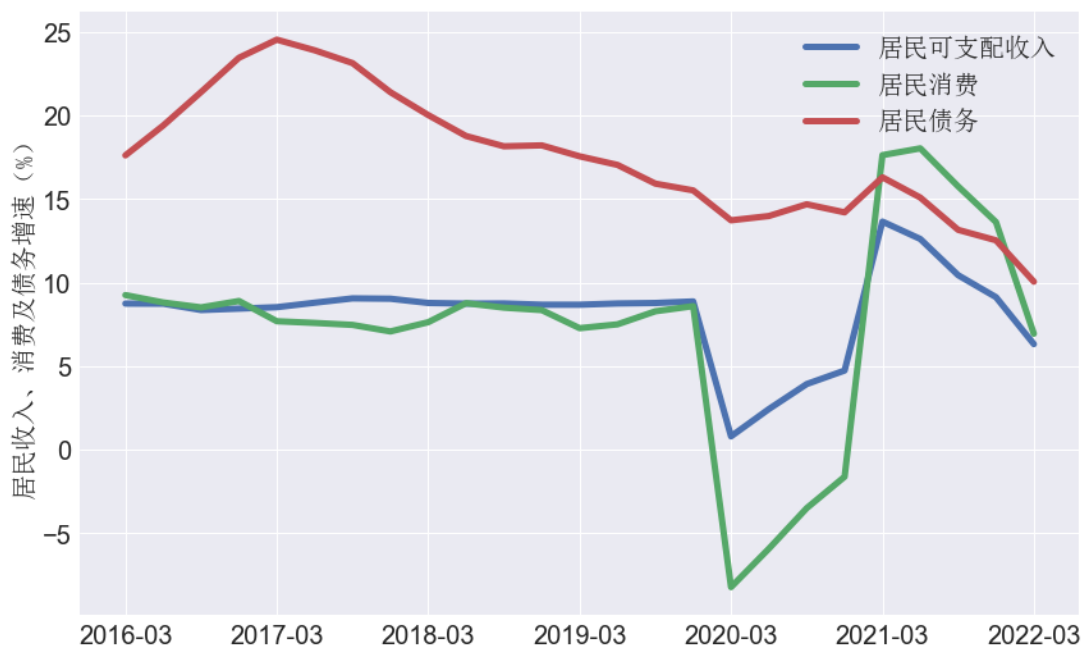


图5 居民收入、消费及债务的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心

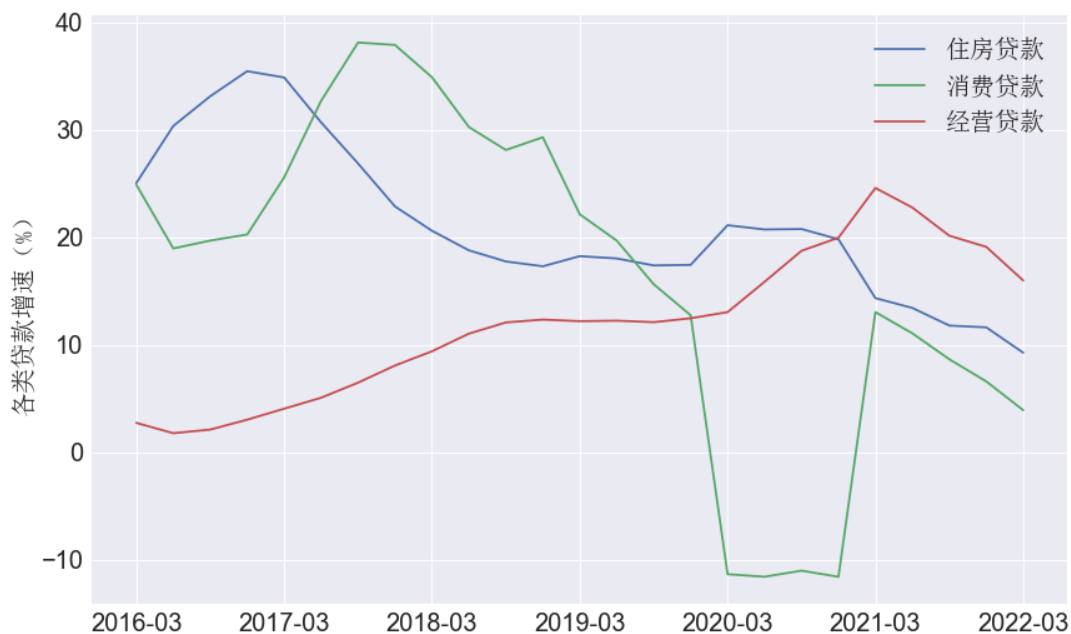


图6 居民部门各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心

2. 个人经营性贷款占比不断提升

个人经营性贷款在全部居民贷款中的占比进一步上升，从 2021 年末的 22.8% 升至 23.6%。经营性贷款占比上升既有利于促进经济增长的恢复及调节经济结构，也有利于缓解居民部门的债务风险。

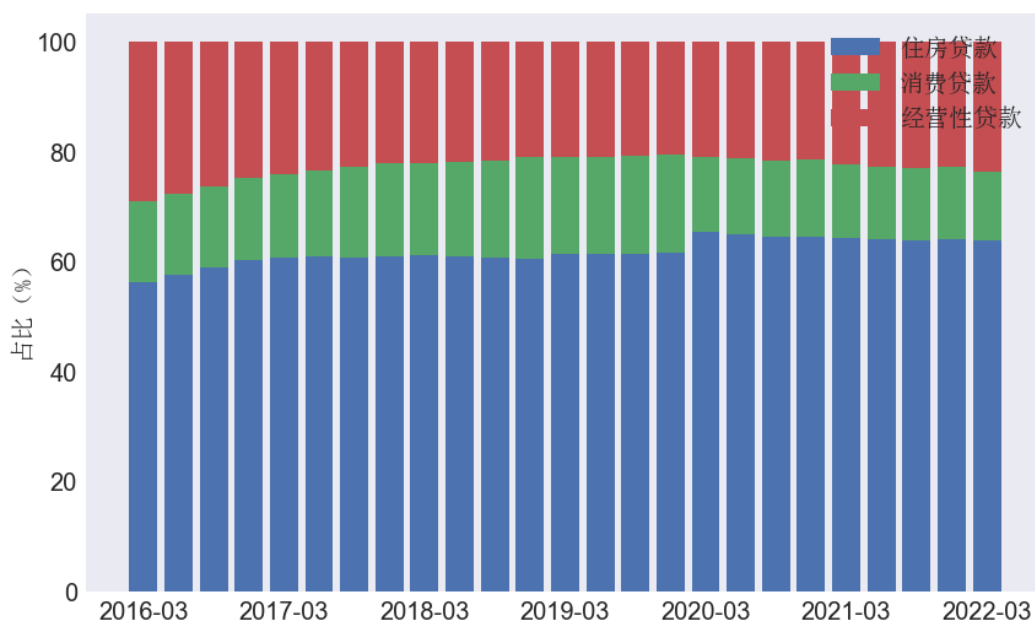


图7 居民部门各类债务占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心

近年来居民经营性贷款增速较高的原因主要体现在三个方面。一是结构性货币政策工具不断发力，促进普惠金融及小微企业获得更多融资。二是大型国有银行起到带动作用，增加对普惠型小微企业的贷款增速。三是金融科技和互联网银行的发展，都有利于对中小微企业的信贷支持。而全部这些普惠小微贷款，很大一部分会在个人经营性贷款中体现。第一季度末全部个人经营性贷款规模达到1.7万亿元，已经接近全部普惠小微贷款余额的十分之一。

个人经营性贷款直接对应着小微企业的投资及流动性需求，有利于帮助经济企稳。小微企业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。通过结构性货币政策、大型商业银行及金融科技等方面的共同发力，支持金融体系向小微企业融资方面偏斜，减轻了小微企业阶段性还本付息压力，缓解了小微企业抵押品短缺、融资难问题，对“保主体”、“保就业”发挥了积极作用。个人经营性贷款占比提高缓解了居民部门债务的系统性风险。多年以来我国房地产一直都是拉动经济增长的主要动力，房地产贷款在全部贷款中占比较大。提高居民经营性贷款占比，降低住房贷款增速，可以从整体上降低居民债务的系统性风险。

3. 住房贷款仍需配合稳字当头的宏观政策

第一季度居民住房贷款增速较低，主要与住房交易量快速下降有关。前十大城市商品房交易量降至了 15.5 万套，相比于之前 7 个季度出现了大幅度下降。2021 年第三季度后，在较强的监管压力下，住房交易市场的活跃度开始下降；住房价格趋于平稳，部分地区甚至有所下降。今年第一季度的下降幅度更大。房地产信贷供需两端都在收紧，同时也引发了一些市场震荡，尤其是大幅度降低了购房需求，使得房地产开发商的资金出现困难。未来看，在住房贷款的供给上还应偏向于宽松，适当增加部分城市的购房信贷需求，缓解开放商的资金压力。

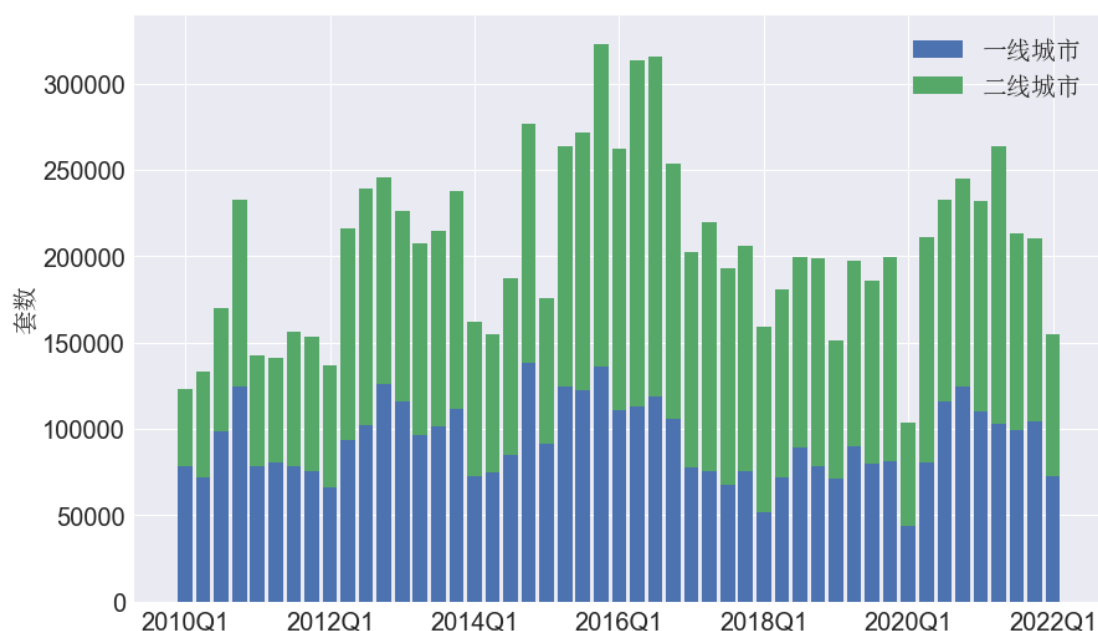


图 8 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心

(二) 非金融企业杠杆率较大幅度反弹

2022 年第一季度，非金融企业杠杆率从 2021 年末的 154.8% 升至 158.9%，上升了 4.1 个百分点，结束了持续 6 个季度的下行，回到了去年第二季度末的水平。虽然非金融企业杠杆率出现抬升，但主要的带动因素是票据融资，而中长期贷款的增速仍在下降，说明企业的投融资需求并未有效恢复，未能根本扭转企业资产负债表式衰退风险。



图9 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

1. 企业杠杆率抬升主要来自于票据融资放量

带动非金融企业杠杆率上升的主要动力是银行贷款。第一季度非金融企业债务上升幅度较大，全部债务相比于 2021 年末增长了 8.2 万亿元；其中增幅最大的是银行贷款，相比于去年末增长了 7 万亿元，比去年第一季度同比多增了 1.6 万亿元；企业债券净融资一个季度增加了 1.3 万亿元，同比多增 4050 亿元。

但如果细看银行贷款的具体分项，企业中长期贷款的增速仍然是回落的，同比上涨了 12.2%；而票据融资则以 35.3% 的速度暴增。票据融资和未贴现的银行承兑汇票合计增加 8818 亿元，同比多增 1.04 万亿元，多增的幅度最大。一方面，银行开展承兑汇票业务有利于开票人和收款人顺利开展商业活动。但一般来说，票据融资的期限较短，利率较低，商业银行也倾向于用票据融资来调节信贷投放节奏。当信贷需求不足时，商业银行往往会增加票据贴现的规模来冲量完成信贷投放考核指标。

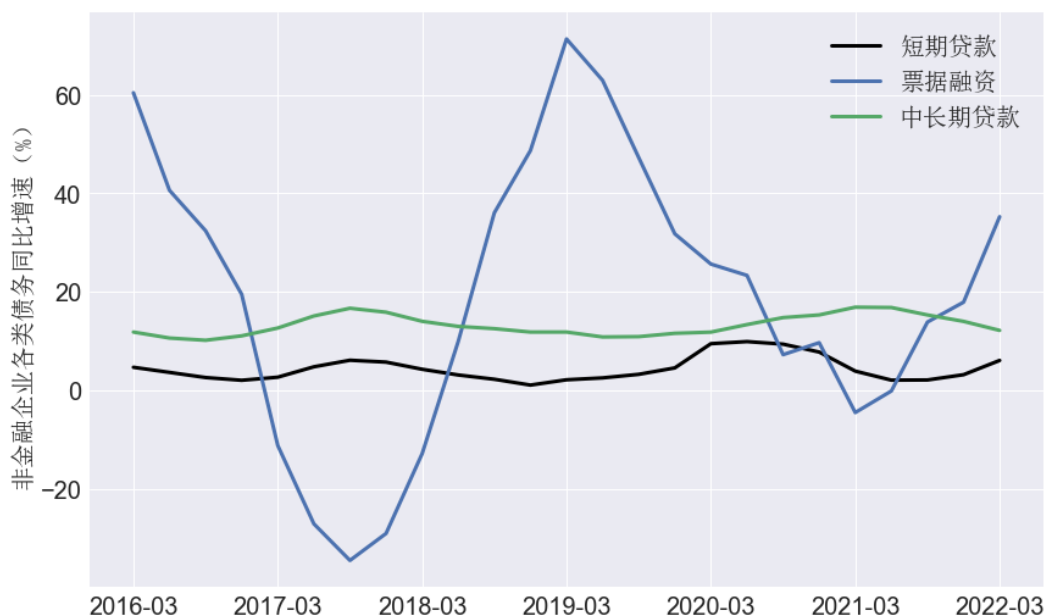


图 10 非金融企业各类贷款同比增速 (%)

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

票据融资利率也下降到较低的位置，反映了非金融企业信贷供需的矛盾。一方面，商业银行有完成信贷考核任务的要求，希望尽量增加信贷供给；另一方面，非金融企业仍然缺乏长期投融资需求。商业银行增加票据融资的供给，使得票据融资利率大幅下降。票据融资的加权平均利率从 2020 年第四季度的 3.1% 降至 2021 年四季度的 2.18%，今年第一季度也维持在这一较低的水平上。

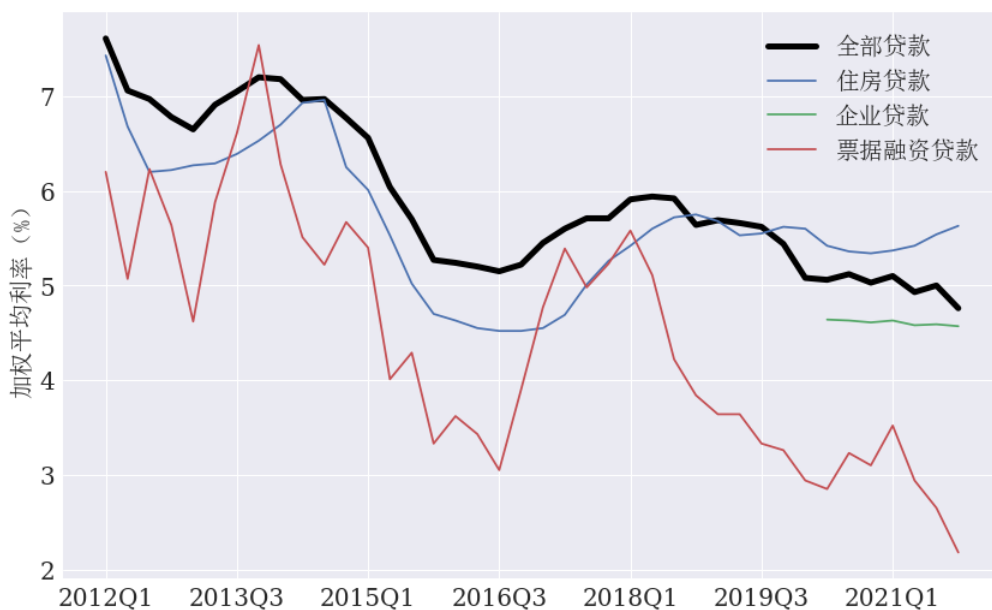


图 11 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心

2. 三重压力下非金融企业投资仍待恢复

虽然近两年来，企业收入和利润增速都较为可观，但并没有急于扩大再生产，自 2010 年以来，我国固定资产投资增速呈现快速下跌趋势，2015 年跌破 10%；2021 年我国固定资产投资增速仅为 4.9%。今年第一季度投资增速恢复到 9.3%，其中制造业增长 15.6%、基建增长 10.5%，而地产投资增速仅为 0.7%。拉动投资增速上升的主要是制造业，基期效应所起的作用更大。从三年的复合平均增速来看，第一季度制造业同比增速为 3.9%，低于 2021 年全年 5.4%的两年复合平均增速。

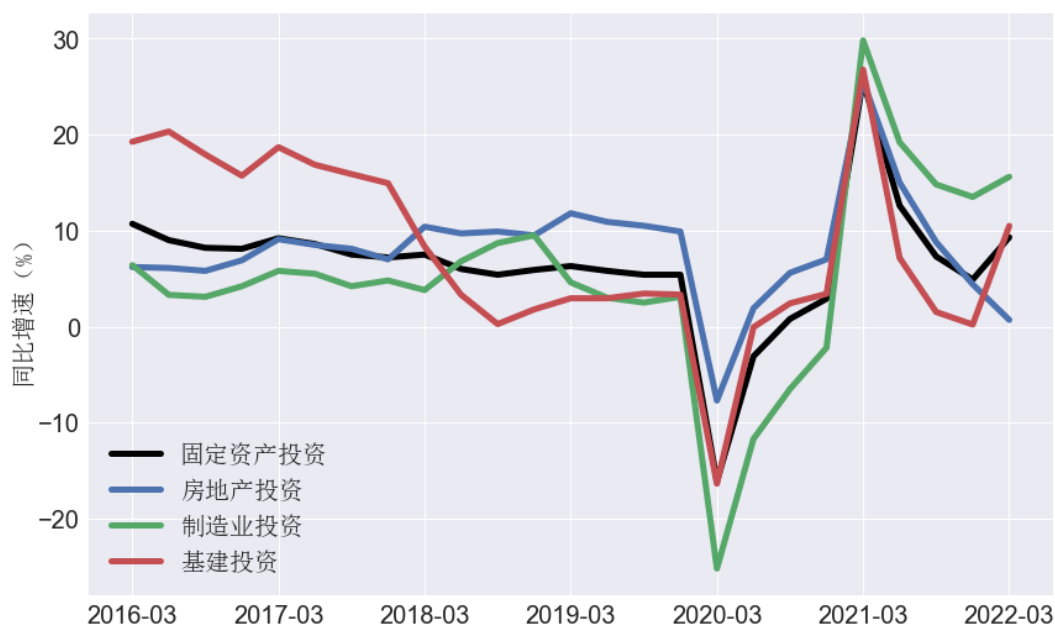


图 12 固定资产投资累计增速 (%)

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心

地产投融资尚未有明显改善。第一季度商品房销售面积同比下降了 13.8%，土地购置面积同比下降了 42.3%，新开工面积同比下降了 17.5%，竣工面积同比下降了 11.5%，房地产开发资金来源同比下降了 19.6%。从结构上看，资金也是更偏向于国企，民企的资金来源受限更大。今年以来稳定房地产的政策开始加码，已有 70 多个城市出台了地产宽松的政策，主要是三四线城市，后续还将有保障安居工程所带动的两到三千亿元新增投资。但目前对地产投资的拉动效果较为有限，房地产销售回暖带动投资增长仍需时日。

(三) 地方政府杠杆率略有上升

今年第一季度政府部门杠杆率从 2021 年末的 46.8% 上升至 47.2%，增加了

0.4个百分点。其中，中央政府杠杆率从2021年末的20.2%降至19.7%，下降了0.5个百分点；地方政府杠杆率从2021年末的26.6%升至27.5%，增加了0.9个百分点。地方专项债发行靠前，有力支撑了基建投资的恢复，但土地出让金如果不及预期，地方政府仍有较大的支出压力。中央财政用上缴利润来取代财政赤字，推行积极的财政政策，本质上是财政空间的跨周期转移。

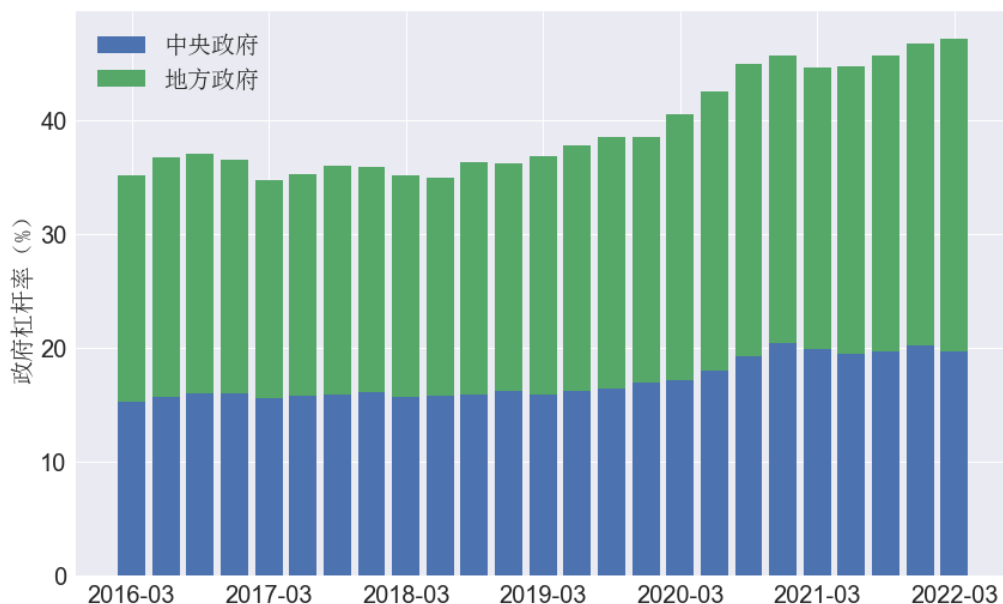


图 13 政府部门杠杆率 (%)

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

1. 地方政府专项债发行规模较大，有利于拉动基建投资

全年地方政府杠杆率预计将上涨 1.2 个百分点，低于去年的增长幅度。2022 年全年地方政府新增一般债务限额 7200 亿元，新增专项债务限额 3.65 万亿元。一般债的新增额度比去年少 1000 亿元，专项债的新增额度与去年持平。去年最终的情况是，全年实际新增地方一般债务 1.03 万亿元，新增地方专项债务 3.78 万亿元，都超出了新增的限额。因此，从总量上看，今年地方政府债务增长的规模肯定要小于 2021 年，地方政府杠杆率增加的幅度也将小于去年，全年增长 1.2 个百分点左右。

但从实际效果上，今年地方债对经济拉动所发挥的作用将好于去年。虽然 2021 年地方政府债务的发行超过预期，但主要发行集中于第四季度，对当年基建投资拉动作用较小。在三重压力之下，中央要求要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资。去年 12 月财政部提前下达地方今年新

增专项债券额度 1.46 万亿元，第一季度末已经完成了 1.25 万亿元。目前已经向项目单位拨付资金 8528 亿元，占发行额的 68%。其中，各地安排超过 1100 亿元专项债券资金用作重大项目资本金，有效发挥政府投资“四两拨千斤”的撬动作用。第一季度末，财政部也将专项债的剩余额度全部下达完毕，且要求在第三季度末之前将全部专项债额度发放完毕。前三季度债务发行额度远超去年同期。

提前下达的专项债规模主要投向了各地方重大项目，聚焦重点投向领域，带动扩大有效投资。其中支持市政和产业园区基础设施 4157 亿元、交通基础设施 2316 亿元、社会事业 2251 亿元、保障性安居工程 2016 亿元、农林水利 1004 亿元、生态环保 468 亿元，能源、城乡冷链等物流基础设施 251 亿元，这些项目对稳定宏观经济会起到十分重要的作用。去年第四季度项目结转、今年专项债提前下达、各地积极筹备重点重大项目等因素共同驱动下，第一季度基建投资增速也恢复到 10.48%。

同时我们也要看到，今年土地出让金收入大概率不及预期。根据《2022 年预算草案报告》，2022 年地方政府性基金预算本级收入仍要增长 0.4%。而土地出让收入作为地方政府性基金的重要组成部分，受房地产市场下行的影响，其增长面临较大不确定性。从第一季度情况来看，土地购置面积已经同比下降了 42.3%，土地出让金收入同比下降了 27.4%。这块资金的缺位可能会使地方政府财政压力加大，无法支撑完成全年的支出任务。

2. 积极财政政策主要体现在财政空间的跨年度调节

今年积极的财政政策并未表现为赤字率上升，而是通过调动财力跨年度调节所预留的政策空间来实现。中央政府债务限额仅上升了 2.65 万亿元，比去年少 1000 亿元，相应的财政赤字率目标由 3.2%调低至 2.8%。另一方面，要求特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的 1.65 万亿元利润，来提高财政支出的空间，助力稳增长。其中 9000 亿元调入中央一般公共预算统筹使用，相当于增加了 0.75 个百分点财政赤字；其余部分留在中央政府性基金用于可再生能源补贴及应对土地出让金不及预期的缺口。

从资金来源看，1.65 万亿元的上缴利润中，其中 1.1 万亿元为人民银行上缴的以外汇经营收益为主的结存利润，其余部分为中国烟草总公司、中国投资

有限责任公司等的结存利润。具体来说，历年人民银行及部分金融央企的上缴利润一般都归到“一般公共预算”账本中的“国有资本经营收入”款。我们估算 2020-2021 年这两年中，这部分利润上缴大幅下降，形成了较大一笔结存利润。根据央行的消息，截至 4 月 18 日，已经上缴了 6000 亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付。而非金融国企一般归入“国有资本经营预算”账本中的“国有资本经营收入”款。这部分资金规模较为有限，以数据较为详尽的 2019 年为例，2018 年已纳入中央国有资本经营预算编制范围的中央企业实现归属于母公司所有者的净利润 8318.53 亿元，同比增长 10.8%，2019 年上缴了 1379.42 亿元到“国有资本经营预算”。因此，这部分利润上缴本质上是财政空间的跨年度调节，在本年度起到了积极财政政策的作用，也是盘活存量的表现。

（四）金融部门杠杆率保持稳定

2022 年第一季度，资产方统计口径杠杆率由 2021 年末的 48.9% 升至 49.4%，上升了 0.5 个百分点；负债方统计口径下的杠杆率 2021 年末的 62.7% 升至 62.9%，上升了 0.2 个百分点。金融杠杆率基本保持了稳定态势。

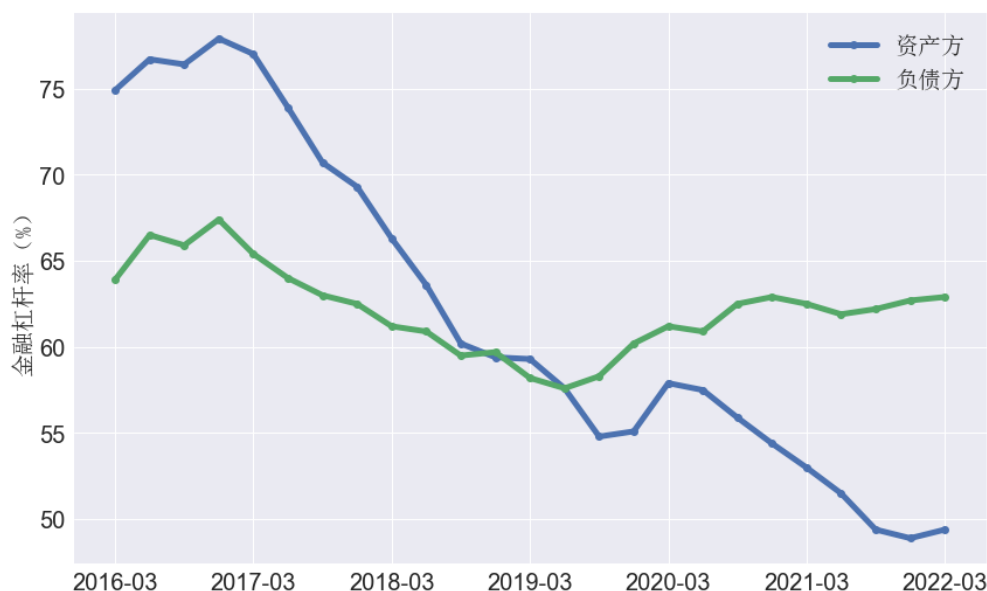


图 14 宽口径金融部门杠杆率

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

1. 影子银行信用规模基本平稳

委托贷款和信托贷款降幅明显缩小，第一季度委托贷款和信托贷款减少

1229 亿元，同比少减 2389 亿元。其中信托贷款规模仍在下降，委托贷款规模有小幅上升。过去几年金融去杠杆取得了显著的效果，金融行业内部链条变短。从银行流入到非银行金融机构的资金受到限制，信托贷款及其它一些非银行金融机构信用创造规模也大幅下降，体现出资产方统计的金融杠杆率以更快的速度下降。在金融去杠杆的过程中，大量表外融资回归表内，增强了金融体系的稳定性。

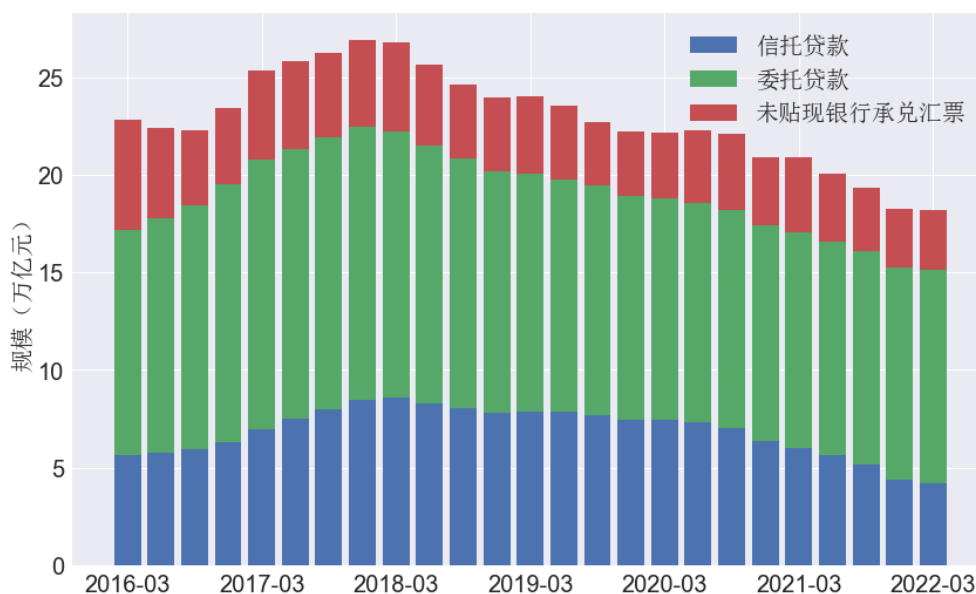


图 15 银行表外信用规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心

2. 利率继续走低

自 2019 年以来，央行共 7 次下调过 LPR 利率，4 次下调过 1 年期 MLF 利率，政策利率表现出整体下降的趋势。在 2020 年 4 月将 1 年期 LPR 利率从 4.05% 下降到 3.85% 后，连续 19 个月保持稳定，直到 2021 年 12 月才再次下调 5 个基点，并在 2022 年 1 月份再次下调了 10 个基点。去年第四季度到今年第一季度，LPR 利率已经两次下调，1 年期 LPR 利率从 3.85% 下调至 3.7%，5 年期 LPR 利率从 4.65% 下调至 4.6%。央行将货币政策的首要目标定位于“稳价格和稳就业”，我们认为 2021 年政策利率基本保持稳定的一个重要原因在于物价因素的掣肘，全年上游工业品物价上涨的压力极大，PPI 同比增速在 10 月份创造了同比增长 13.5% 的历史新高，全年的 GDP 缩减指数也高达 4.4%。在如此高的通胀压力之下，央行基本保持了稳健的货币政策，直到 12 月份才第一次降低

政策利率。而今年在三重压力下，就业目标更为重要，央行也开始引导 LPR 下行，尤其是支持中小微企业的融资需求。

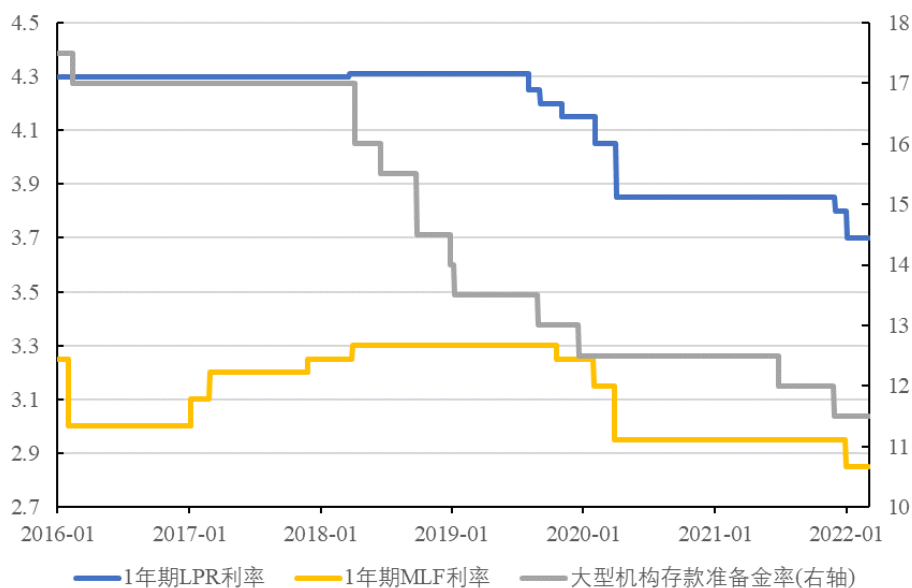


图 16 政策利率和存款准备金率 (%)

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心

随着去年第四季度开始银行间资金供给的充裕，全社会无风险利率和银行间利率也有较为明显的下行。当前 10 年期国债收益率已低于 2.8%，7 天质押回购利率降至 1.9%，信用利差基本保持稳定。整体上看，央行稳健的货币政策自去年四季度开始偏于宽松，金融杠杆率也暂停了下降的趋势，基本保持平稳。

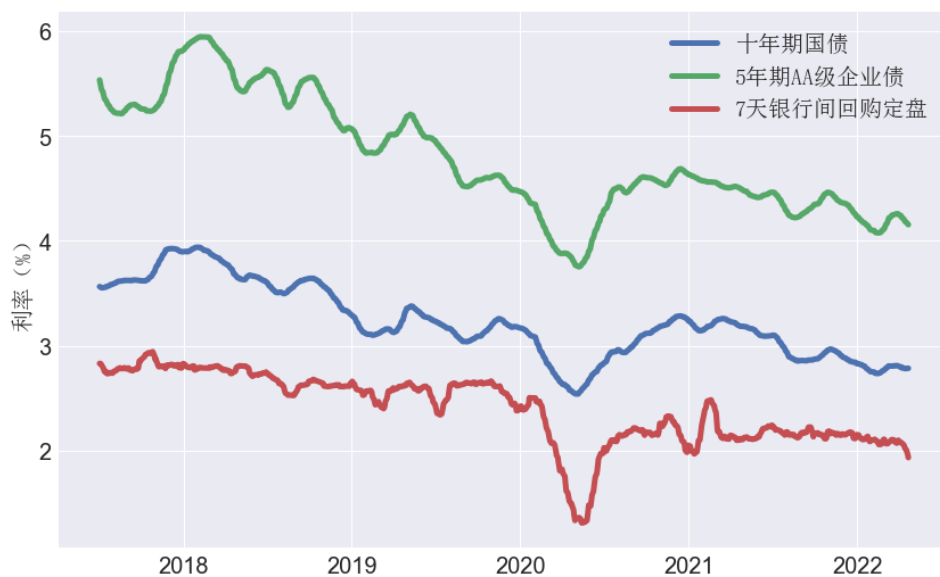


图 17 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心

三、总结与展望

疫情仍是最大的不确定性，经济下行压力加大。稳增长是当务之急，财政货币政策都要积极作为，杠杆率较大幅度上行应在预料之中。

（一）经济下行压力加大，杠杆率或将攀升 10 个百分点

国际货币基金组织在今年 4 月发布的《世界经济展望》中将全球增长预期从 4.4% 大幅下调至 3.6%，对中国的增速预测从 4.8% 下调至 4.4%。为实现预期增长目标，政策当局将会进一步出台货币及财政上的宽松措施，债务增速会高于基准假设。我们对经济增速的预期分为 5.5%（增长目标），5.0%（折中）和 4.4%（IMF 预期）三种情景；而非金融部门债务增速也分为 10%、11% 和 12% 三种情景。不同情景下，宏观杠杆率的增幅结果见表 1。如果经济增速下降至 4.4%，而债务增速提高至 12%，则全年宏观杠杆率将上升 11.3 个百分点左右。

表 1 全年宏观杠杆率上升幅度的情景分析

GDP 增速假设	居民及企业债务增速假设	宏观杠杆率增幅
4.4%	9%	5.5%
	10%	7.7%
	11%	9.8%
5.0%	9%	4.2%
	10%	6.2%
	11%	8.2%
5.5%	9%	3.0%
	10%	5.0%
	11%	7.0%

（二）促进房地产信贷平稳有序投放

恒大风险显性化后，金融机构出现了短期的应激反应，缩紧了对开发商提供的信贷资金。2021 年房地产开发资金来源中的国内贷款同比下降了 12.7%，今年第一季度又同比下降了 23.5%。这导致房地产投资下行幅度较大，2021 年全年增长了 4.4%，今年第一季度同比仅增长了 0.7%；相应的商品房销售面积同比下降了 13.8%，土地购置面积同比下降了 42.3%，新开工面积同比下降了 17.5%，竣工面积同比下降了 11.5%。由于房地产企业拿地意愿不强，第一季度地方政府性基金收入同比下降了 26.5%，其中土地出让金收入同比下降了 27.4%。而根据《2022 年预算草案报告》，今年地方政府性基金预算本级收入仍有 0.4% 的增速，完成今年的政府性基金预算收入面临较大压力。

应促进房地产信贷资金的平稳有序投放，适当提高房地产投资增速。一方面，坚持“一城一策”。在经济下行压力较大，且在房地产投资和地方政府土地出让面临较大幅度下跌的环境下，适当放开部分城市的限贷政策并降低利率。今年以来，全国已有 70 多个城市发布了稳楼市新政，包括放松限购、降低首付比例、下调房贷利率、发放购房补贴、提高公积金贷款额度等举措，3 月份以来已经有一百多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了房贷利率，平均幅度在 20 个到 60 个基点不等。另一方面，也要坚持“房住不炒”。通过积极支持政策性保障房建设，稳定房地产投资但坚决抑制房价泡沫的进一步积累。

（三）加大财政政策支持力度

自 2019 年以来，货币当局已经 4 次下调 MLF 利率，相应的 LPR 利率也经历了 7 次下行。当前 1 年期 LPR 利率已降至 3.7% 的低位，5 年期 LPR 利率也降至 4.6%。一些受政策支持的行业以及经营较好的小微企业，实际的长期贷款利率已经低至 4% 以下。相应的银行净息差也收窄至较低的位置。美联储正处于加息周期中，人民币汇率有贬值的压力，这对货币政策的进一步宽松也带来制约。并且，在市场预期偏弱、企业面临资产负债表式衰退情况下，货币宽松的效果也有限。因此，需要加强财政政策的支持力度。

1998 年以来，我国共发生过 7 次上调预算赤字或增发特别国债的事件，包括 1998 年为应对亚洲金融危机影响而上调 460 亿元预算赤字，为补充商业银行资本金而发行 2700 亿元特别国债，1999 年为增加居民收入而上调 300 亿元赤字，2000 年为拉动经济增长而上调 500 亿元赤字，2007 年发行 1.55 万亿元（2000 亿美元）特别国债成立中投公司，2008 年为应对汶川地震灾后重建而上调 600 亿元中央预算稳定调节基金，2020 年为应对疫情而发行 1 万亿元特别国债。这些措施大部分都是财政扩张，且均起到了非常良好的效果。当前，应在风险可控的前提下扩大国债发行规模，发挥财政政策结构性、直达性的优势，支持中央提出的全面加强基础设施建设，发力稳增长。建议财政部与人民银行加强沟通协调，在财政部加大国债发行的同时，央行通过公开操作等手段压低利息率，降低财政融资成本，使政策利率更加符合市场预期。这既有利于扩大政府支出，拉动经济增长，也有利于增强债务的可持续性。

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。