



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7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。

稳经济大盘政府加力 宏观杠杆率前高后稳

摘要

2022年第二季度的宏观杠杆率从第一季度末的268.2%上升至273.1%，共上升4.9个百分点，上半年共上升了9.3个百分点。上半年杠杆率攀升的主因是经济增速下行、不及预期。

2022年上半年宏观杠杆率为273.1%，共攀升9.3个百分点。其中，居民、企业、政府部门对杠杆率升幅的贡献分别为1%、70%和29%。从各部门债务增速看，私人部门都比高峰时期要低得多（甚至是历史低点），政府部门则更加“积极”；应警惕私人部门资产负债表衰退风险。

根据情景假设，如果全年实际GDP能够达到4%的增速，即使下半年的政府债务在全年新增限额的基础上再额外新增1万亿元，杠杆率也能维持在273%的水平上；如果全年实际GDP增速仅为3.5%，政府债务额外增长1万亿元也仅会在下半年推动杠杆率上升1.2个百分点左右；如果经济出现超预期增长——最终实现5.5%的全年增速，则未来两个季度宏观杠杆率还会下降3个百分点左右。宏观杠杆率的前高后稳态势给政府部门继续发力“吃了定心丸”。

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
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、三重压力下宏观杠杆率上升幅度较大	1
(一) 各部门宏观杠杆率走势	1
(二) 经济增速下行是杠杆率抬升的主因	4
(三) 债务增长较为温和	5
二、警惕私人部门资产负债表衰退风险	7
(一) 居民资产负债表	8
(二) 非金融企业资产负债表	10
三、地方政府专项债的困境与出路	13
四、展望与建议	15
(一) 全年宏观杠杆率增幅将呈现前高后稳态势	15
(二) 防止资产负债表衰退	16

一、三重压力下宏观杠杆率上升幅度较大

(一) 各部门宏观杠杆率走势

2022 年第二季度宏观杠杆率上升了 4.9 个百分点，从第一季度末的 268.2% 上升至 273.1%；上半年共上升了 9.3 个百分点。同时，第二季度 M2/GDP 上升了 5.2 个百分点，从第一季度末的 214.2% 升至 219.4%；存量社会融资总额与 GDP 之比也上升了 4.8 个百分点。

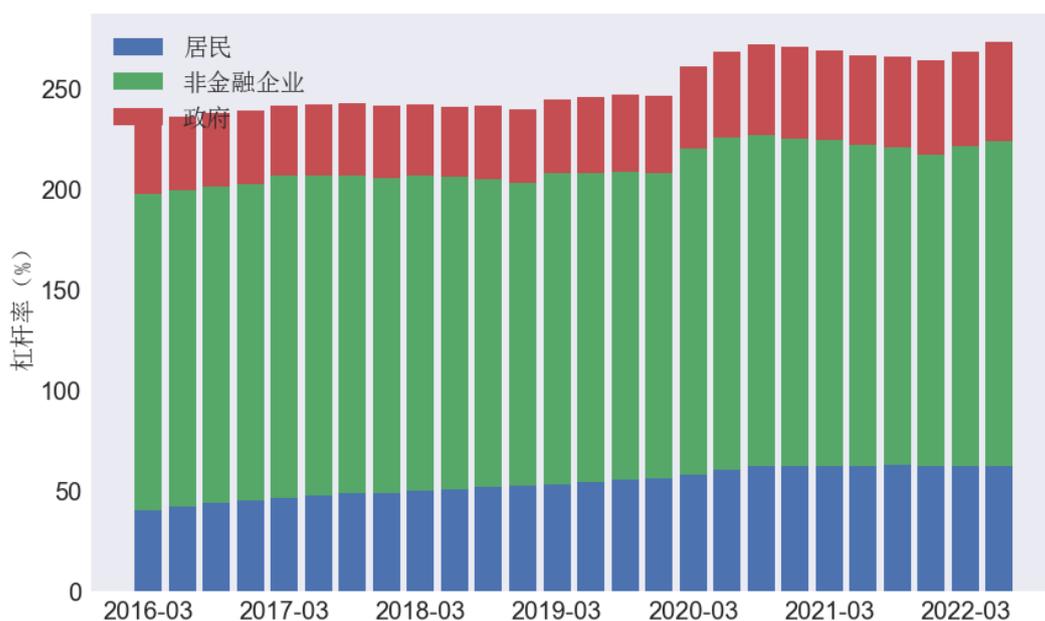


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

居民部门杠杆率上升了 0.2 个百分点，从第一季度末的 62.1% 上升至 62.3%，上半年共上升了 0.1 个百分点，已经连续 8 个季度在 62% 左右的水平上小幅波动。第二季度的居民债务增速进一步下降到 8.1%，再创新低。

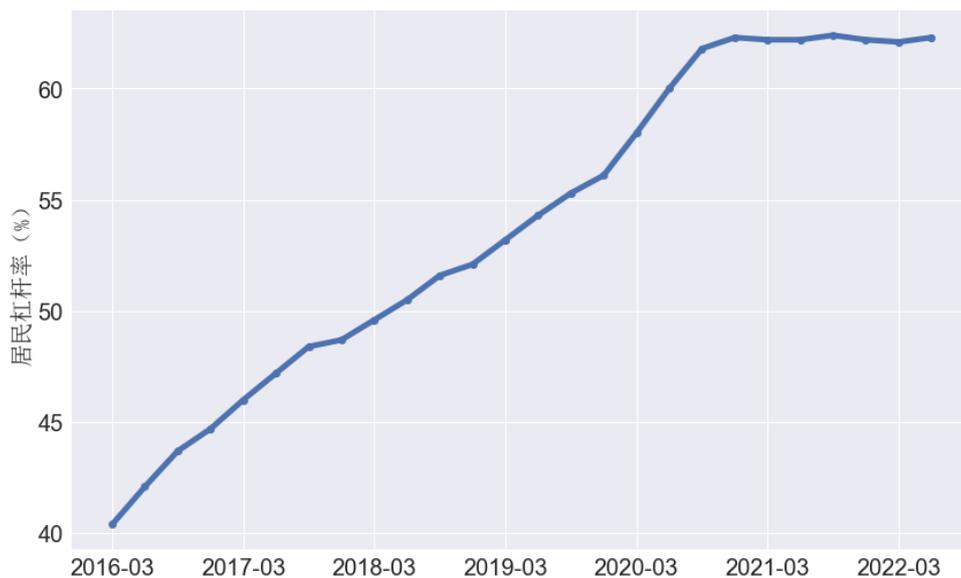


图 2 居民部门杠杆率

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。

非金融企业杠杆率上升了 2.4 个百分点，从第一季度末的 158.9% 降至 161.3%；上半年共上升了 6.5 个百分点，恢复到 2021 年第一季度时的水平。企业票据融资大幅增长了 39.4%，是企业部门杠杆率攀升的主因。

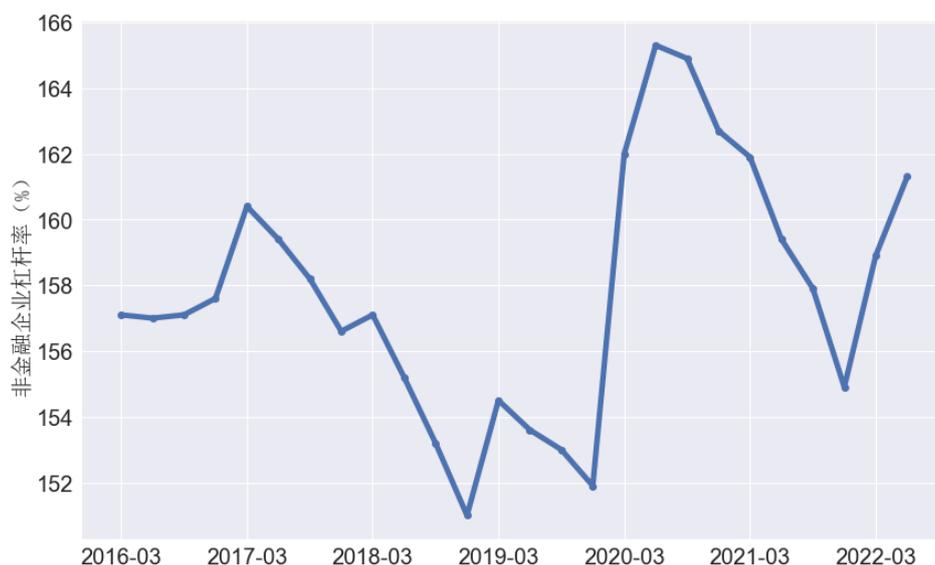


图 3 非金融企业部门杠杆率

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。

政府部门杠杆率从第一季度末的 47.2% 上升至第二季度末的 49.5%，上升了 2.3 个百分点，上半年共上升了 2.7 个百分点。其中，中央政府杠杆率从第一季度末的 19.7% 上升至 20.1%，升幅为 0.4 个百分点；地方政府杠杆率从第一季度

末的 27.5% 上升至 29.4%，增幅为 1.9 个百分点。相比于 2010 年以来的第二季度增幅，今年第二季度政府杠杆率上升幅度最大，主要归因于地方政府专项债的加快发行。

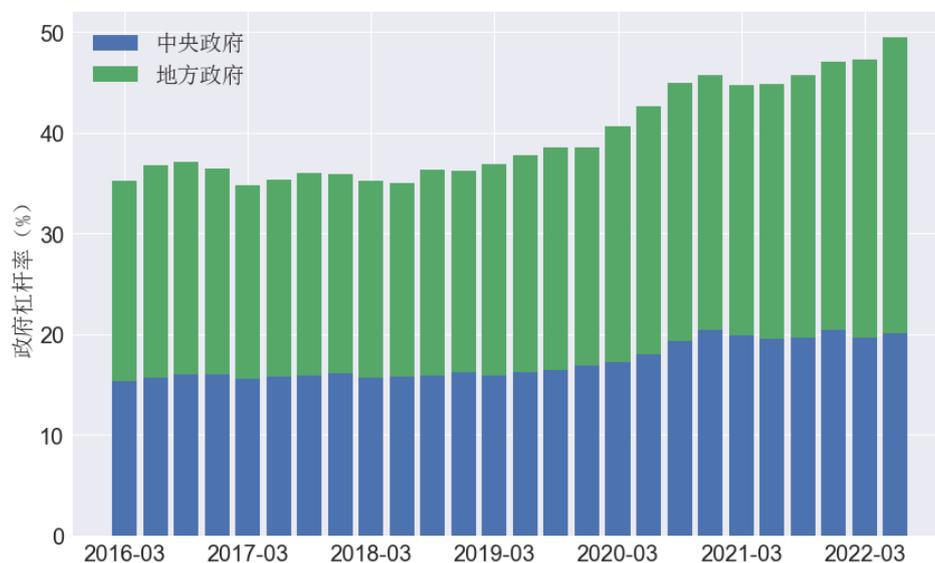


图 4 政府部门杠杆率 (%)

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。

金融部门杠杆率方面，资产方统计口径由第一季度末的 49.4% 上升到 50.2%，上升了 0.8 个百分点；负债方统计口径下的金融杠杆率由第一季度末的 62.9% 上升到 64.2%，上升了 1.3 个百分点。今年以来整体资金流动性较为充足，金融杠杆率连续两个季度出现微弱上升。



图 5 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。

从杠杆率结构上看，2022 年上半年带动宏观杠杆率上升的主要是非金融企业部门，共上升 6.5 个百分点，占到全部增幅的近 70%。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，占到全部杠杆率增幅的 70% 以上。居民部门杠杆率保持平稳，政府部门杠杆率相比过去有较快攀升；居民部门与政府部门对上半年杠杆率升幅的贡献分别为 1% 和 29%。

（二）经济增速下行是杠杆率抬升的主因

从杠杆率上升的态势来看，第二季度的升幅超过了第一季度，两个季度的增幅分别为 4.4 和 4.9 个百分点，上半年共上升了 9.3 个百分点，与之前连续 6 个季度去杠杆态势形成鲜明对比。宏观杠杆率大幅上升主要原因是经济增速下行压力加大，从分母端拉动杠杆率上行。

尽管面临需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力，今年前两个月经济复苏态势较为理想，但 3 月开始疫情等外部负面冲击加大，经济增速放缓，尤其是 4 月和 5 月份的经济增长大幅回落，6 月份又开始恢复。第一季度实际 GDP 增速达到 4.8%，第二季度实际 GDP 增速跌至 0.4%，上半年经济增速为 2.5%，远不及预期。



图 6 季度 GDP 同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

（三）债务增长较为温和

债务是影响宏观杠杆率的分子端因素。从实体经济部门的总债务看，增速较为温和；从各部门债务增速看，私人部门都比高峰时期要低得多（甚至是历史低点），政府部门则更加“积极”，应警惕私人部门资产负债表衰退风险。

实体经济部门总债务增速只及高峰时期平均增速的一半（参见图 7）。在中央提出降杠杆、宏观杠杆率快速攀升态势得以扼制的 3 年（2017-2019 年），总债务的复合平均增速为 10.9%，2020 年和 2021 年增速分别为 12.8%和 10.1%。今年上半年总债务增速为 10.7%，而 2016 年之前 10 年（2007-2016 年）的总债务增速则高达 19.0%。可见，今年上半年总债务增速较为温和，并不是拉动杠杆率上升的主因。

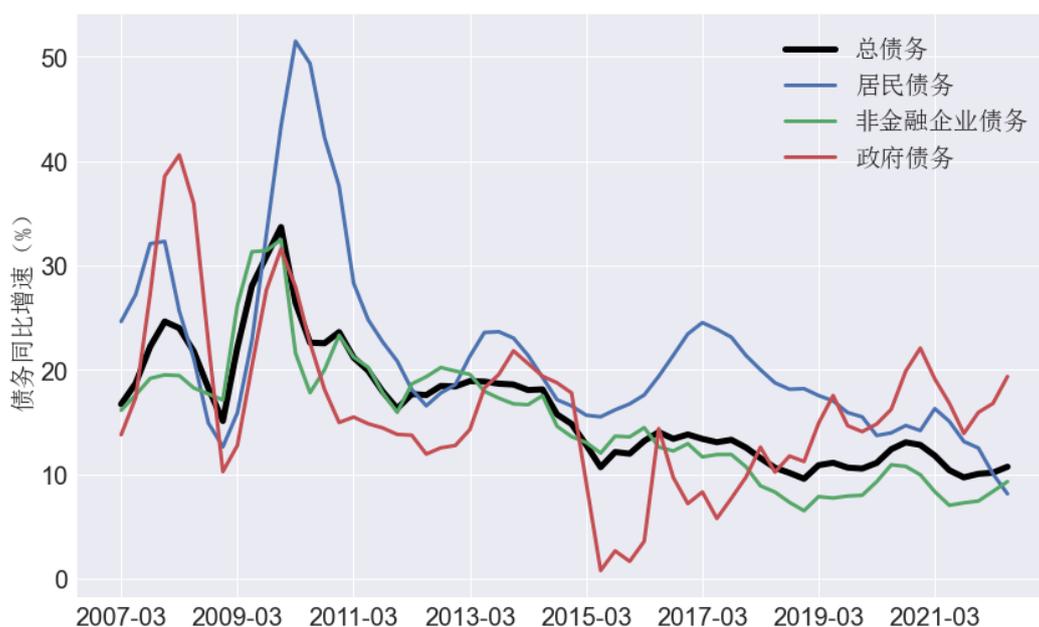


图 7 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

居民部门债务增速创历史新低（参见图 8）。居民债务在 2017-2019 年的复合平均增速为 18.3%，2020 年和 2021 年增速分别为 14.2%和 12.5%。今年上半年居民债务增速仅为 8.1%，创历史新低；而 2016 年之前 10 年（2007-2016 年）的债务复合平均增速则高达 24.2%。居民贷款中增速最低的是短期消费贷款，仅有 2.9%；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 6.8%；经营性贷款同比增长了 15.1%。除经营性贷款外，消费贷款和住房贷款的增速都是

近十余年以来的最低值。最大的亮点仍然是居民经营性贷款，自 2020 年第二季度以来始终保持在 15% 以上的同比增速。



图 8 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。

非金融企业部门债务增速不及 10%，处在历史较低水平（参见图 9）。非金融企业部门债务在 2017-2019 年的复合平均增速为 8.4%，2020 年和 2021 年增速分别为 10.0% 和 7.5%。今年上半年债务增速为 9.3%，而 2016 年之前 10 年（2007-2016 年）的债务复合平均增速则高达 18.4%。企业贷款增速达到 12.6%，处于恢复态势中，其中票据融资是在边际上拉动企业杠杆率上升的核心因素。企业债务增长的主体仍是银行贷款，第二季度企业全部债务增长了 4.5 万亿元，其中企业贷款增长了 4.3 万亿元，企业债券上升了 4200 亿元。企业贷款中，长期贷款的增速为 12.0%，略低于第一季度末的 12.2%；而票据融资的同比增速继续上升至 39.4% 的水平。相比于第一季度，第二季度短期贷款和票据融资同比增速都有所提高，而中长期贷款增速还在下降。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，但今年上半年票据融资规模大比例增加也有银行资金供给较为充裕的影响，当企业主动的信贷需求不足时，银行更喜欢用票据融资规模来完成短期的信贷投放考核指标。

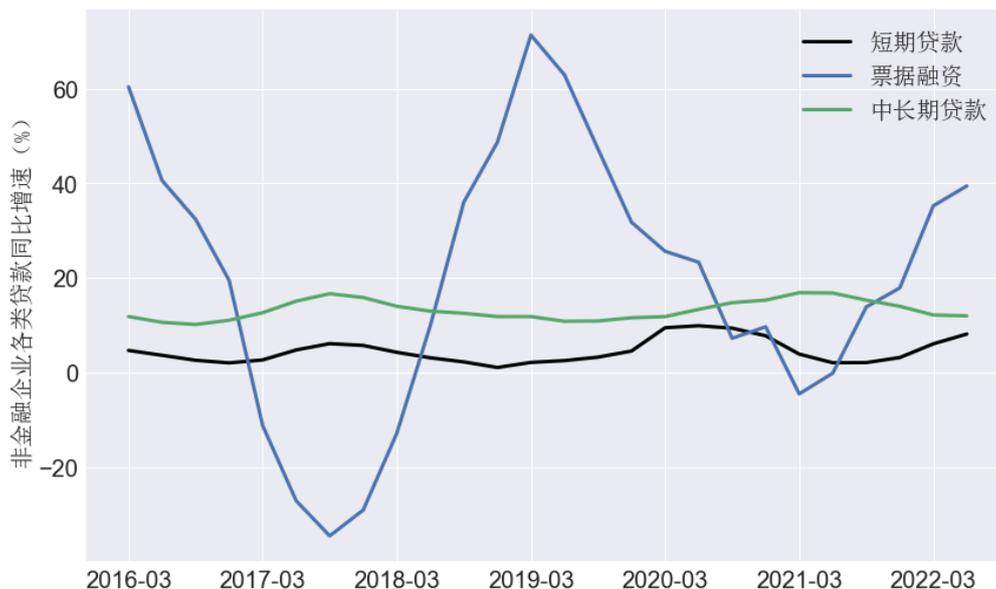


图9 非金融企业各类贷款同比增速 (%)

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。

政府部门债务增长较快。2017-2019 年政府债务的复合平均增速为 11.7%，2020 年和 2021 年增速分别为 22.1%和 15.9%。今年上半年债务增速为 19.4%，2016 年之前 10 年（2007-2016 年）的债务复合平均增速为 16.6%。可见 2020 年以来，政府债务都保持了较高增速，今年上半年的增速超过了去年。上半年地方专项债已基本发行完毕，这是政府债务增长的主要因素。2022 年新增国债限额 2.65 万亿元，新增地方专项债限额 3.65 万亿元，新增地方一般债限额 7200 亿元，共计 7.02 万亿元。今年上半年新增国债约 6100 亿元，新增地方专项债 3.41 万亿元，新增地方一般债 6300 亿元。国债增长 12.4%，地方一般债增长了 7.8%，地方专项债增长了 42.6%。

二、警惕私人部门资产负债表衰退风险

日本学者辜朝明用“资产负债表衰退”假说来解释 20 世纪 90 年代日本经济的衰退。具体来说，当经济泡沫破裂时，资产价格会下降，企业资产负债表的资产端大幅缩水，而负债却是刚性的，导致资不抵债。企业为了弥补资产负债表的创伤，会抑制自己的借贷行为，从追求利润最大化转为积极偿还债务，力求负债最小化。一旦进入资产负债表衰退的周期，宏观经济的运行规律与正常时期便不再相同，货币当局采用降低利率的刺激政策也不会提升企业的投资意愿。企业

部门和居民部门即使出现收入和利润的短暂上升也只会进一步加快还本付息的速度，降低负债，而不会增加投资。当前中国的居民部门和非金融企业部门也出现了“资产负债表衰退”的某些迹象：尽管融资成本下降，但主动融资的意愿都不强。

（一）居民资产负债表

1. 部分居民面临资产负债表恶化的风险

从流量角度看，受经济下行的影响，部分居民可支配收入严重下滑，但名义债务支出是刚性的，导致偿债比例上升。今年上半年居民人均可支配收入为18463元，同比增速降至4.7%。与此同时，债务还本付息的支出并不会下降，导致居民的偿债率（还本付息规模/居民可支配收入）不断上升。在债务平均18年久期的假设下，今年第二季度末我国居民部门偿债比率为11.4%，剔除经营贷调整后的偿债比率为8.7%。2015年以来，在发达国家居民部门偿债比率普遍下行的环境下，我国居民部门偿债比率有较大幅度上升。偿债比例加大，居民在还本付息后的真实可支配收入也会相应下降。

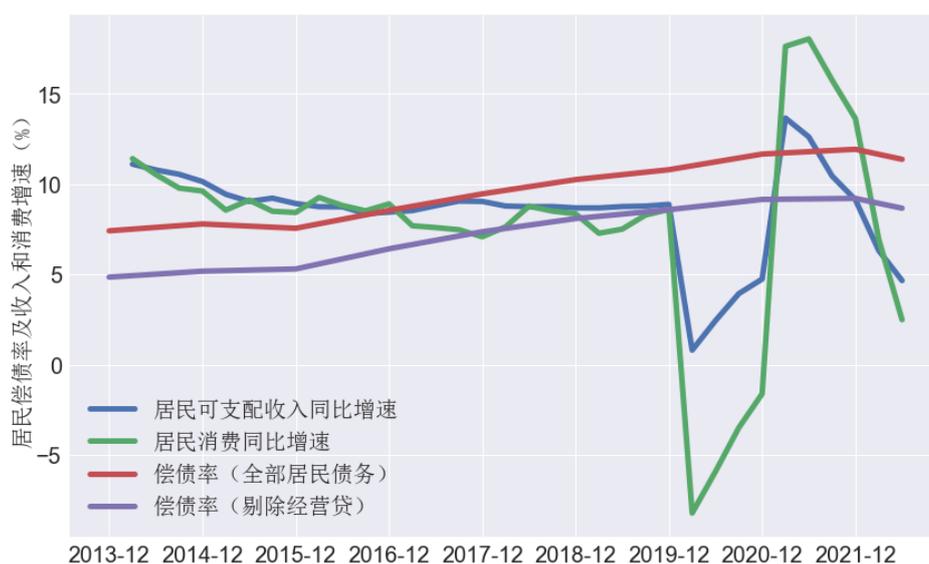


图 10 居民偿债率及收入和消费增速

资料来源：国家统计局、华安证券估算；国家资产负债表研究中心。

从存量角度看，部分地区房价下跌，使得居民资产端恶化。受经济下行及房地产市场调控的影响，2021年下半年后住房价格不再上涨，其中三线城市的平均价格相比于2021年6月份的高点还略有回落，三线以下城市回落的幅度更大。房产作为居民资产的重要构成，其价格的回落会导致居民资产缩水，带来居民资

产负债表的恶化。当前，部分地区出现“断供”和“停贷”现象，尽管其背后的原因是复杂的，但部分居民资产负债表恶化必定是一个不可忽略的重要因素。

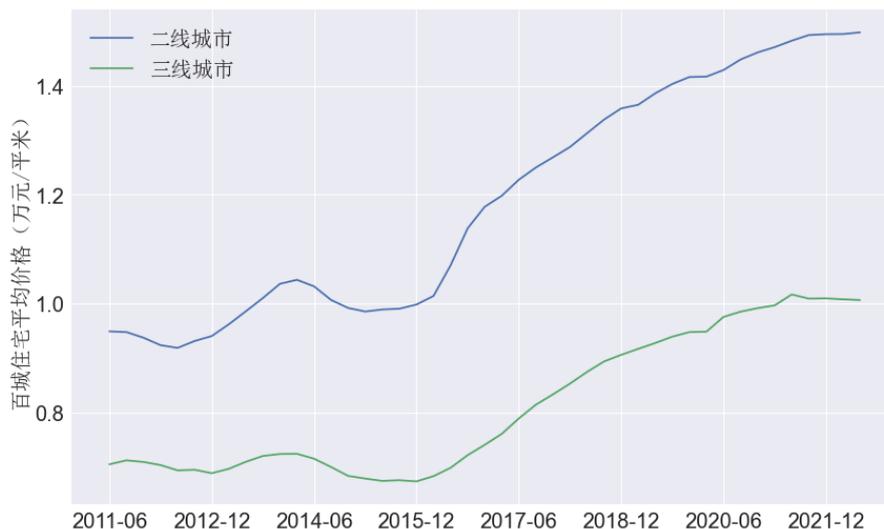


图 11 百城住宅平均价格

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

2. 预期居民资产负债表不会陷入衰退

过去几个季度居民杠杆率持续走稳，但存款类资产仍在上升，居民出现了主动修复资产负债表的迹象。与日本 20 世纪 90 年代出现的资产负债表衰退不同，当前我国居民部门尚未发生由于资产价格下跌而造成的资不抵债现象，居民主动去杠杆主要是受到疫情及未来收入预期的影响。我们判断，居民资产负债表不会陷入衰退。



图 12 居民存贷款与 GDP 之比

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

过去 30 年，居民杠杆率一直处在逐步上升的态势。在去（稳）杠杆的背景下，居民杠杆率也几乎没有过下降，成为艰难时期的“奋斗者”。居民杠杆率更多与居民抵押贷款有关，这一杠杆率的“坚韧”更多展示的是房价的“坚韧”，但未来房地产预期可能会改变这一态势。尽管如此，在房地产市场保持相对平稳（并未出现明斯基时刻）的情况下，住房抵押贷款不会负增长；政府积极推动普惠小微贷款的增长，居民的个人经营性贷款仍将较快上升；并且，疫情终会过去，消费也会逐步恢复，短期消费贷的增长也是可期的。基于这些考量，居民杠杆率会保持平稳甚至略有上升，居民部门资产负债表不会陷入衰退。



图 13 居民债务与住房价格增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

（二）非金融企业资产负债表

尽管企业部门杠杆率已经连续两个季度抬升，但企业主动加杠杆的意愿仍然有限，民营经济主动增加投资和融资的意愿更低。近几个季度，非金融企业资产负债表呈现出两大特征。

一是企业杠杆率的短期抬升并不能反映企业真实的投融资需求。2020 年以来我国信贷环境较为宽松，银行贷款利率已经处于改革开放以来的最低水平且在今年仍继续下降，但企业部门并未增加长期融资的需求，非金融企业杠杆率从 2020 年末的 162.3% 下降到 2021 年末 154.8%，下降了近 8 个百分点。今年前两个季度虽然有所上升，但主要是由短期的票据融资拉动，并不能反映企业真实的主动加杠杆需求。票据的承兑和贴现是银行表内信贷业务，有助于持票企业以较

低的成本快速补充流动性资金。在当前企业投资需求不足，且尚处在主动去杠杆阶段时，银行扩大贷款的难度较大，商业银行转而通过大幅提高票据资产，进行直接贴现或转贴现来提升贷款投放量。由于票据融资供给的提升，票据融资利率也出现了大幅度下降，第一季度票据融资的加权平均利率仅为 2.4%，第二季度某些时点的票据利率一度跌至 0.2% 以下。因此，今年前两个季度企业杠杆率的连续抬升并不能反映真实的企业主动投融资需求。从投资增速来看，企业部门仍然处于资产负债表修复的状态中。



图 14 各类贷款利率 (%)

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二是企业收入和利润增长较快，但投资低迷。2020 年以来，企业部门整体上的收入和利润增速都较高，其中工业企业 2021 年全年的营业收入和利润总额分别上涨了 19.4% 和 34.3%，2020 和 2021 年两年的平均增速也都在 10% 以上。今年上半年工业企业收入和利润同比分别增长了 9.1% 和 1.0%，考虑到基数效应的影响，这一增长也算可观。但相应的投资增速仍较为低迷。今年第二季度企业固定资产投资同比增速为 6.1%，其中房地产投资同比增速为 -5.4%，制造业投资同比增速为 10.4%。

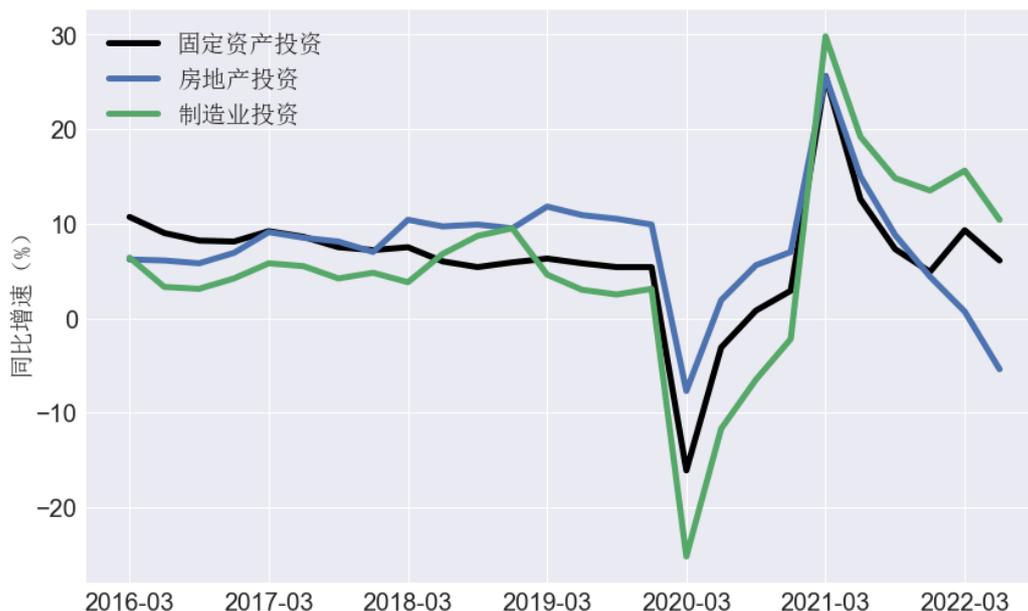


图 15 固定资产投资累计增速 (%)

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

在全部投资中，下行最为严重的是民营企业，国有企业反而逆势增长。在全部内资企业上半年的固定资产投资中，国有及国有控股单位投资同比增长了 9.2%，而民营企业投资同比增速仅有 5.3%，其他有限责任企业投资同比增速也仅为 5.0%。因此，最值得警惕的是民营经济的资产负债表衰退风险。



图 16 内资企业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。

三、地方政府专项债的困境与出路

今年地方债发行与去年形成鲜明对比。2021 年上半年地方债仅发行了新增限额的 30%左右，剩余额度主要是在第三季度末到第四季度集中发行；而今年在上半年基本已经用完全年额度。这一现象突出反映了我国地方政府专项债的固有矛盾。



图 17 新增地方政府专项债（亿元）

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

一方面，地方政府专项债不纳入预算内赤字，财政部对债务的发行和偿还机制有着较为严格的要求。2021 年 4 月，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，对预算管理制度提出了 6 个方面的重点改革措施。其中强调了“健全地方政府依法适度举债机制”，要求“完善专项债券管理机制，专项债券必须用于有一定收益的公益性建设项目，建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制，实现融资规模与项目收益相平衡”。地方政府需用专项债所对应项目的自身收益及地方政府性基金作为债务偿还的基础，基于这些较为严格的要求，地方专项债并不纳入预算内赤字管理，也不用预算内财政资金进行偿还。但在较为严格的要求下，能够产生足够收益的项目有限，尤其是在面临疫情冲击和全球经济陷入衰退的环境下，好的投资项目储备更是稀缺，导致专项债的发行受阻。去年上半年发行速度较慢的主要原因在于财政部对专项债发行标准的严格要求。

另一方面，专项债承担着重要的宏观调控职能，具有较高的经济外部性。地方专项债被创造出来的基础就是替代过去普遍存在的地方政府隐性债务，通过“开前门、堵后门”的方式化解地方政府隐性债务风险。而 2009 年之后大量出现的地方政府隐性债务恰恰就是为应对全球金融危机而进行的逆周期宏观调控的产物，地方专项债自诞生之日起就携带着宏观调控的基因。专项债资金也主要是用于交通、能源、水利、地下管廊等基建投资支出，产生的社会效益远大于其自身的经济收益。在去年第三季度经济开始面临较大冲击后，财政当局果断放宽了专项债发行标准并加快发行速度，带动地方政府杠杆率在最近三个季度较大幅度上升。

以上两个约束存在着天生的矛盾：专项债既要成为逆周期调节的工具，通过投向各地方重大项目来拉动；同时又不能形成预算内赤字，对项目收益及地方政府性基金收益有着较为严格的约束。从过去 1 年半专项债发行速度大幅调整的过程可以看出，如果参照较为严格的标准，地方专项债所对应的适合的投资项目是有限的，地方政府面临缺乏足够项目的困境。而没有专项债资金的支撑，基建投资也将会大幅跌落，去年全年基建投资几乎是零增长。在经济下行压力加大、不得不实施逆周期调节的时候，财政当局就只能降低专项债的发行标准，将稳就业和稳增长摆在首位。从监管当局来看，这就会导致地方专项债很难长期坚持一个统一的标准，很多时候不得不让位于宏观调控目标的选择。从专项债支出和使用来看，由于缺乏合适的项目，出现了大量资金闲置，这部分资金滞留在政府账上，无法形成有效投资和实物工作量，还会不断增加地方政府还本付息的压力。

解决这一困境的主要手段还在于弱化专项债的宏观调控职能，适当增加预算内赤字水平，通过国债来实现逆周期调节。当前专项债规模已经超过 20 万亿元，接近于国债水平。另一方面，随着房地产市场的趋势性下行，地方政府性基金收入也难以维持高增长，未来的政府性基金收入对于专项债的还本付息支持力度将非常有限。从中央政府来看，当前国债总规模相对较低，历年的预算赤字率也普遍在 3% 以下。通过适度提高预算赤字率来实现逆周期调控有利于缓解地方政府财政负担，避免地方财政风险的进一步累积，同时通过为市场提供充足的主权信用债券来丰富投资渠道，也有利于从整体上降低政府部门的债务成本。

四、展望与建议

(一) 全年宏观杠杆率增幅将呈现前高后稳态势

从近期的经济恢复态势来看，下半年要大概率好于上半年。货币政策方面，上半年货币当局降低了准备金率 0.25 个百分点，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别下降 10 个基点和 20 个基点；通过国家开发银行、农业发展银行分别设立金融工具，调增开发性政策性银行信贷额度；同时新设立了三项新的结构性货币政策工具：科技创新再贷款，普惠养老专项再贷款试点，交通物流专项再贷款。通过多项货币政策的共同作用，从银行间市场利率、银行超额准备金率，到贷款利率都体现出流动性宽松。当前 10 年期国债收益率维持在 2.8% 左右的水平，7 天质押回购利率降至 1.6% 左右，低于公开市场操作利率，流动性水平较为充裕。

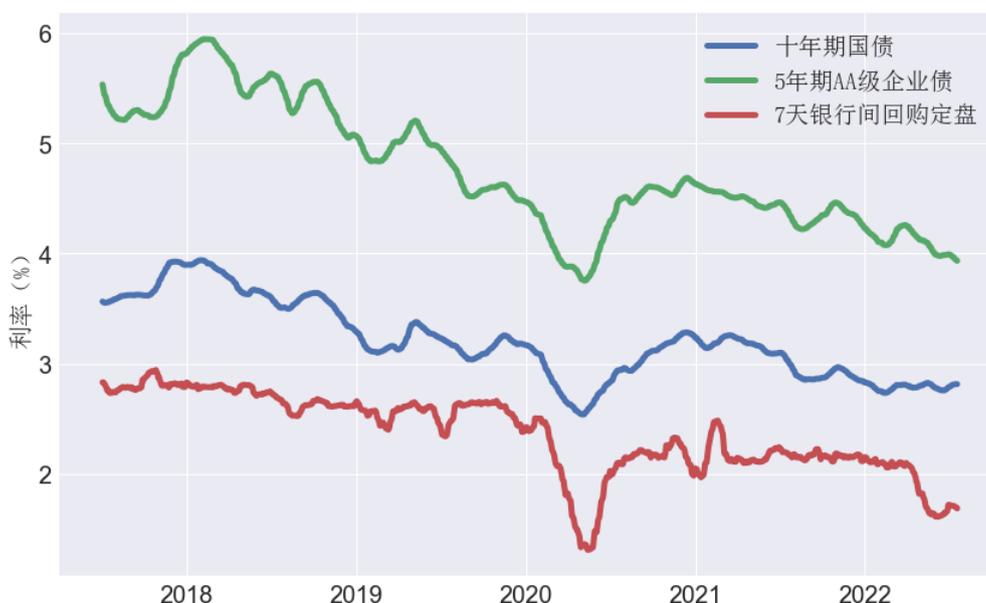


图 18 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

财政政策方面，自去年第四季度开始加快地方专项债发行，用于支持基建投资的项目资金较为充足。今年全年基建投资也将保持较高增速。基建投资已经连续两个季度维持在 10% 左右增速，是拉动投资增长的主要动力。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，也提高了财政支出的空间。增值税留抵退税上半年已超过 1.8 万亿元，政策的持续实施将进一步扩大实际退税规模。

为应对第二季度经济下行压力，国务院在 5 月份推出了 33 条一揽子政策措施，把稳增长放在更加突出的位置，推动原定政策靠前发力。在这些因素的共同作用下，经济企稳回升，主要指标较快反弹、由负转正，城镇调查失业率明显下降，带动第二季度经济实现正增长。6 月份的 PMI 指数达到 50.2，恢复到荣枯线之上。

随着下半年经济的继续复苏，我们预期全年宏观杠杆率上升幅度在 10 个百分点左右。鉴于上半年已经上升了 9.3 个百分点，下半年的宏观杠杆率将基本保持稳定，全年呈现出“前高后稳”的态势。根据我们的情景假设，如果全年实际 GDP 能够达到 4% 的增速，即使下半年的政府债务在全年新增限额的基础上再额外新增 1 万亿元，杠杆率也能维持在 273% 的水平上；如果全年实际 GDP 增速仅为 3.5%，政府债务额外增长 1 万亿元也仅会在下半年推动杠杆率上升 1.2 个百分点左右；如果经济出现超预期增长——最终实现 5.5% 的全年增速，则未来两个季度宏观杠杆率还会下降 3 个百分点左右。宏观杠杆率的企稳给政府吃了定心丸，为政府部门继续发力提供了空间。

（二）防止资产负债表衰退

当前阶段，避免发生金融风险、稳住宏观杠杆率的关键在于稳定经济增长，推动经济运行尽快回归正常轨道，将经济增速快速提升至潜在增速水平。就实体经济各部门而言，则要努力扩大消费与投资需求，防止“躺平”出现资产负债表衰退。

就居民部门资产负债表而言，要稳杠杆，尤其需要通过房地产的基本稳定，以及政府在住房保障方面承担更多责任来促进居民部门稳杠杆。居民部门债务与房地产市场高度相关，稳住房地产就基本能稳住居民杠杆率；反过来说，居民杠杆率的稳定，也是房地产稳定的重要条件，二者互为因果。进一步而言，居民住房抵押贷款之所以是居民债务的“大头”，是因为政府在住房保障方面承担的责任还不够。政府如果能够在提供住房保障方面更有作为，则会减缓居民在住房方面的负债压力，从而优化居民债务结构，提升短期消费贷与个人经营贷的比重，促进经济恢复。对于部分居民资产负债表恶化甚至出现断供、信贷的问题，要抓紧做好应对预案，关键在于保市场主体，保就业，防止居民收入下滑。

就企业部门资产负债表而言，关键在于调动民间投资的积极性。目前国企债务及融资平台债务仍在企业部门债务中占主要部分，因此企业部门在“结构性”去杠杆（降低僵尸国企和地方融资平台债务）的同时，也要“结构性”加杠杆（增加效益好的企业特别是民营企业的债务），激发民间投资的活力。首先，要改变目前房地产、平台经济等还处在政策预期不稳定的现状，推动各类资本良性发展、共同发展。其次，可根据“十四五”规划 102 项重大工程、国家重大战略等明确的重点建设任务，选择具备一定收益水平、条件相对成熟的项目，采取 PPP 等多种方式吸引民间资本参与。最后，仍需通过存量改革，打破垄断以及产业准入限制，给民营经济更大的发展空间。

就公共部门资产负债表而言，可以更加积极有为。从债务角度看，政府部门还有充足的主动加杠杆空间，特别是中央政府应继续加杠杆，部分接替地方政府的隐性债务扩张以及支持居民保障性住房建设。从资产角度看，公共部门应继续盘活存量资产，扩大有效投资。今年 5 月国办印发了《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（19 号文），强调有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环，对于提升基础设施运营管理水平、拓宽社会投资渠道、合理扩大有效投资以及降低政府债务风险、降低企业负债水平等具有重要意义。可盘活的公共部门存量资产包括：（1）存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，如交通、水利、市政设施、产业园区、仓储物流等；（2）存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等；（3）长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮、疗养院等非主业资产。针对负债率高的地方政府和国有企业，可以通过 REITs、PPP、产权交易、国有资本投资运营、兼并重组等方式来积极盘活。公共部门资产负债表的积极有为，是当前实施逆周期调节、稳住经济大盘的关键。

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。