



中国人民银行

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

政策研究



近年来我国稳杠杆促增长取得显著成效

作者：中国人民银行调查统计司司长 阮健弘

中国人民银行调查统计司 刘 西

摘 要：近年来我国稳步推进去杠杆取得较好成效，2017 年至 2019 年间杠杆率共上涨 7.3 个百分点，远低于此前涨幅。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，我国宏观杠杆率阶段性上升较快。面对疫情的严重冲击，以习近平同志为核心的党中央统揽全局，果断决策，统筹疫情防控和经济社会发展，经济发展稳定转好，生产生活秩序稳步恢复，抗击疫情斗争取得重大战略成果，为宏观杠杆率企稳提供了基础保障，2020 年四季度、2021 年一季度我国宏观杠杆率连续净下降。金融支持实体经济效率提升，杠杆结构持续改善。随着疫情影响逐步减弱，经济增长稳定，债务总量与经济增长相匹配，预计今年宏观杠杆率将保持基本稳定。

关键词：宏观杠杆率 经济增长 稳杠杆

一、一季度我国宏观杠杆率净下降 2.6 个百分点，

在有效支持防疫背景下，实现债务基本稳定

初步测算，2021 年一季度我国宏观杠杆率为 276.8%，比上年末低 2.6 个百分点。分部门看，非金融企业部门杠杆率为 160.3%，比上年末低 0.9 个百分点；政府部门杠杆率为 44.5%，比上年末低 1.3 个百分点；住户部门杠杆率为 72.1%，比上年末低 0.4 个百分点。各部门杠杆率均出现不同程度的下降。

2017 年以来，我国稳步推进去杠杆取得较好成效。2017 年，我国扭转了此前几年杠杆率快速上涨势头，并在 2018 年成功降低杠杆率 3 个百分点，2017 年至 2019 年间共上涨 7.3 个百分点，远低于此前涨幅。

2020 年，货币政策灵活适度，适时调整，加大对实体经济支持，有力抵御了新冠肺炎疫情的冲击。虽然，2020 年我国宏观杠杆率上升 23.5 个百分点，但是我国经济增长韧性更强，实体经济很快得到恢复，这又为继续推动稳杠杆提供了坚实的经济基础。2020 年二季度起，我国宏观杠杆率上升幅度逐季收窄，2020 年前三季度杠杆率增幅分别为 14、7.2、3.9 个百分点，2020 年四季度和 2021 年一季度杠杆率分别下降 1.6、2.6 个百分点，降幅不断扩大表明我国各项政策协调配合得当，在稳住经济的同时，也保持了宏观杠杆率的基本稳定，并取得进一步成效。

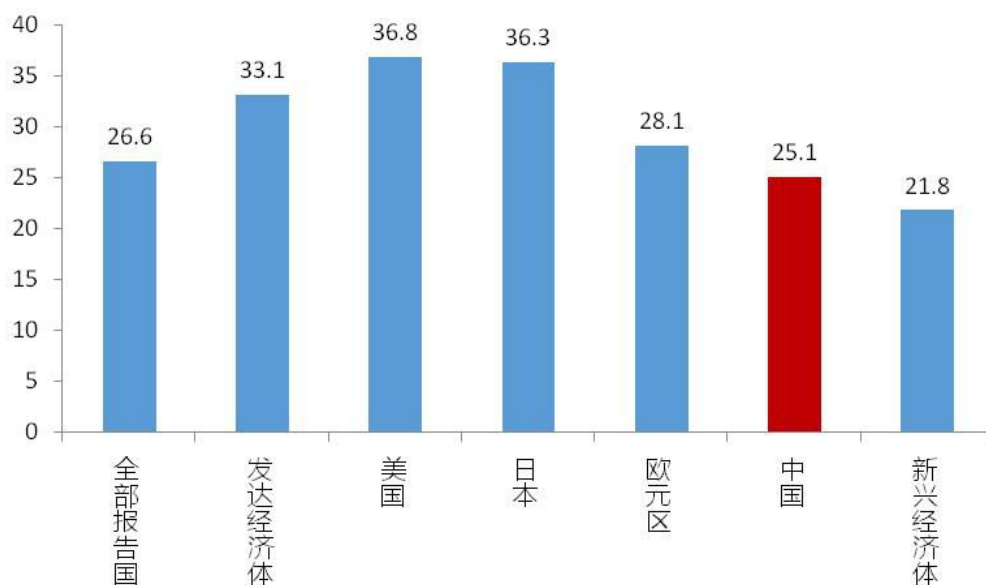
表 1 2016 年以来我国杠杆率情况 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
住户部门	52.2	57.0	60.5	65.1	72.5	72.1
政府部门	36.7	36.0	36.4	38.6	45.7	44.5
非金融企业部门	159.8	159.0	152.2	152.1	161.2	160.3
总杠杆率	248.6	252.0	249.0	255.9	279.4	276.8

数据来源：调查统计司

疫情期间我国宏观杠杆率上升幅度低于主要发达经济体。疫情发生以后，各国普遍采取积极的刺激政策应对经济衰退，带动宏观杠杆率较快上升。2020 年三季度，BIS 统计的全部报告国（43 个经济体）杠杆率为 251.9%，比 2019 年末高 26.6 个百分点。与发达经济体相比，我国杠杆率增幅较低。2020 年三季度，我国杠杆率比 2019 年末高 25.1 个百分点，而发达经济体、美国、日本、欧元区杠杆率分别比 2019 年末高 33.1、36.8、36.3、28.1 个百分点，增幅明显高于我国。2020 年三季度，新兴市场国家杠杆率比 2019 年末高 21.8 个百分点，我国杠杆率增幅略高于新兴市场国家，随着 2020 年四季度和 2021 年一季度我国宏观杠杆率的净下降，我国杠杆率增幅与新兴市场国家的差距将缩小。

图 1 2019 年末-2020 年三季度各国杠杆率增幅



数据来源：中国数据来源于调查统计司，他国数据来自 BIS

二、疫情防控得力，实体经济有效恢复为宏观杠杆率企稳提供基础保障

2020 年，面对新冠肺炎疫情的严重冲击，以习近平同志为核心的党中央统揽全局，果断决策，统筹疫情防控和经济社会发展，经济发展稳定

转好，生产生活秩序稳步恢复，抗击疫情斗争取得重大战略成果，是宏观杠杆率企稳的关键。

一是科学防控疫情，经济增长恢复是宏观杠杆率企稳的重要因素。疫情导致名义 GDP 增速放缓引起 2020 年宏观杠杆率上升，经济稳定恢复推动今年一季度宏观杠杆率下降。人民银行调统司测算，2020 年宏观杠杆率比 2019 年上升 23.5 个百分点，增幅比上年扩大 16.7 个百分点。其中，名义 GDP 增速放缓影响杠杆率多增 9.7 个百分点，贡献率达 58.4%。2021 年一季度，GDP 稳定恢复，同比增长 18.3%，推动宏观杠杆率比上年末下降 2.6 个百分点，降幅比上年同期缩小 16.5 个百分点（上年一季度宏观杠杆率上升约 14 个百分点），名义 GDP 增速上升影响杠杆率多降 15 个百分点，贡献率达 90.8%。

二是疫情期间宏观调控政策精准发力，有效支持经济企稳。疫情发生后，稳健货币政策更加灵活适度、精准导向，人民银行提高政策“直达性”，强化对稳企业保就业的金融支持，引导资金更多流向实体经济。财政政策更加积极有为，2020 年，政府债券净融资 8.32 万亿元，比 2019 年多 3.6 万亿元。这些宏观调控政策有效支持了经济的企稳，2020 年二季度以来经济增速稳步上升，2020 年二季度至四季度的经济增速分别为 3.2%、4.9%、6.5%。

三是今年宏观政策连续性稳定性得到保持，宏观杠杆率企稳不是因为信贷收缩。2021 年，稳健的货币政策要灵活精准，合理适度，延续普惠小微企业贷款延期还本付息和信用贷款支持政策，商业银行继续加强普惠小微贷款的支持。一季度社会融资规模累计增量达 10.24 万亿元，虽然少于上年同期，但仍达到季度增量的次高水平。按照中央经济工作会议和政府工作报告部署，积极的财政政策提质增效，更可持续，预算安排的新

增政府债务为 7.22 万亿元，剔除抗疫特别国债影响外，基本保持平稳；宏观政策的连续性稳定性得到保持，推动了一季度经济稳中向好，使宏观杠杆率逐步企稳。

三、金融支持实体经济效率提升，杠杆结构持续改善

当前金融支持实体经济效率提高，新增相对较少的债务资金，支持经济快速企稳。2021 年一季度末总债务同比增长 11.5%，增速比上年末低 0.9 个百分点，处于历史较低水平，比 2009-2019 年总债务增速平均值低约 5 个百分点。我国经济增速稳步回升，而债务规模增速平稳下降，这表明宏观调控政策对实体经济的传导更加通畅，债务资金使用效率明显提高，即新增较少的债务资金，支持经济较快恢复至合理区间。这主要得益于：货币政策坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，分层次、有梯度实施金融支持政策，金融风险攻坚战遏制金融脱实向虚、盲目扩张，金融改革稳步推进，金融服务增效提质，这些措施提升了金融服务实体经济的效率。

同时，宏观杠杆率的结构也在持续改善：

（一）企业部门融资不断规范，杠杆率相对平稳。

近年来企业部门存量风险得到有序释放。企业部门杠杆率是我国宏观杠杆率最主要的组成部分，占比基本保持在 60% 左右。从国际比较看，我国企业部门杠杆率在主要经济体中位居前列。2017-2019 年，随着我国稳杠杆政策的有序推进，企业部门杠杆率连续三年下降，合计下降 7.6 个百分点，有助于有序释放潜在风险，也为企业部门新增债务留下了一定空间。

2020 年企业部门杠杆率增长较快，是宏观调控政策稳企业、保就业的重要体现。2020 年末，企业部门杠杆率较上年末上升 9.1 个百分点，

对宏观杠杆率整体增幅（23.5 个百分点）的贡献率为 38.5%，是推升宏观杠杆率最主要的因素。企业部门杠杆率回升，一方面与经济增速放缓密切相关，另一方面与疫情以来宏观调控政策提高“直达性”，强化对稳企业保就业的金融支持有关。

当前企业部门新增债务风险得到有效监控。2021 年一季度，企业部门债务增长 7.7%，比上年同期低 1.2 个百分点。分债务工具看，新增企业部门债务主要集中于贷款和债券。其中，2020 年以来，企业贷款和债券与 GDP 之比共上升 12.6 个百分点，对企业部门杠杆率增幅的贡献超过 100%。此外，随着资管新规过渡期临近结束，企业部门的表外债务继续压降。2020 年以来，企业表外债务（如信托贷款、委托贷款等）与 GDP 之比共下降 3.9 个百分点。

（二）政府部门杠杆率增长较快，有力对冲疫情的负面影响。

近年来我国不断规范地方政府融资，有序释放政府部门债务风险。2015-2017 年，政府部门经历了去杠杆，合计杠杆率下降 2.8 个百分点；2018-2019 年，在稳杠杆政策指导下，政府部门杠杆率保持相对稳定，合计上升 2.6 个百分点。

2020 年末，政府部门杠杆率较 2019 年末上升 7.1 个百分点，增幅较上年扩大 4.8 个百分点，比 2008-2019 年的年均增幅高 6.4 个百分点。政府部门杠杆率增长较快，除疫情导致的经济放缓外，主要是因为实施更加积极有为的财政政策对冲疫情带来的负面影响。2020 年宏观调控政策精准发力，有力有效、及时合理，稳住了经济和就业基本盘。

2021 年一季度，政府部门杠杆率下降 1.3 个百分点，与政府债券发行进度有一定关系，按 2021 年财政预算安排，积极的财政政策将提质增效，更可持续。

（三）住户部门杠杆率对宏观杠杆率增长的推动作用弱化。

近年来，我国住户部门杠杆率持续上升。2008-2019年，住户部门杠杆率由18.2%上升到65.1%，年均增长4.3个百分点，且历年增幅波动不大，增长一直较为平稳。

2020年末，我国住户部门杠杆率比2019年末高7.4个百分点，对宏观杠杆率整体增幅的贡献率为31.3%，较上年大幅下降36.2个百分点，住户部门杠杆率对宏观杠杆率增长的推动作用在弱化。

当前住户部门债务过快增长得到一定遏制。从债务增速看，2018年以来我国住户部门债务增速总体呈放缓态势。在住户部门债务增速放缓的同时，住户部门债务结构也在不断优化。居民债务增长呈现“一升一降”特征：一是政策支持的个人普惠小微经营贷款增长较快，有力保障和改善民生。疫情发生以来，宏观调控政策突出保市场主体特别是个体工商户和小微企业主，创新实施直达机制，稳经营、保就业。3月末，个人经营贷款余额同比增长24.6%，比上年同期高11.5个百分点。二是住房类贷款增速放缓。2018年一季度以来，住房类贷款增速总体逐步放缓。3月末，个人住房贷款余额同比增长14.5%，比上年同期低1.4个百分点。

未来，随着疫情影响逐步减弱，经济增长稳定，债务总量与经济增长相匹配，预计今年宏观杠杆率将保持基本稳定。