



# 宏观杠杆风险与信贷流向监测的 宏观审慎管理对策

陈创练 李颖卓

**摘要：**一国宏观经济杠杆率过高及其过快的增速往往被认为会积累风险且对经济造成负面影响，并常用来预警金融危机爆发。2008年金融危机发生之后我国宏观杠杆率快速攀升，我国政府高度重视这一问题，积极实施多种宏观政策降杠杆，以防止发生债务风险和系统性金融风险。以稳杠杆为主线、降杠杆为趋势，推进结构性去杠杆是中国应对高杠杆问题的新思路，即在总体杠杆率“稳定和逐步下降”的前提下，优化杠杆结构，将企业部门和政府杠杆尽快降下来。一般需通过宏观经济治理政策搭配推进结构性降杠杆，本文分析提出应强化信贷流向监测的宏观审慎评估体系，动态调整准备金率以达到更好促进结构性降杠杆的效果。

**关键词：**信贷流向监测 结构性降杠杆 宏观审慎评估体系

## 一、引言

2008年美国房地产市场泡沫破裂引发的次贷危机席卷全球，之后加剧演变成全面的国际金融危机，对各国实体经济造成严重影响，自此“去杠杆”成为各国关注的焦点。但盲目推行“去杠杆”也会给经济系统带来不良影响，相关研究表明，“去杠杆”将会使经济系统各部门资产负债表出现收缩，若处理不好易触发债务-通缩循环风险，引发严重危机。

我国在金融危机爆发后进入快速加杠杆周期，杠杆率的急剧攀升带来了沉重的

债务负担，这也成为中国经济转型、实现高质量发展进程中面临的严峻挑战。针对日益严重的高杠杆问题，2015年底中央经济工作会议提出“三去一降一补”供给侧结构性改革任务，标志着我国正式踏上主动“去杠杆”之路，之后每年中央工作会议都强调“金融去杠杆”，将去杠杆作为重点工作展开，2017年更是强调守住“金融风险不爆发的底线”。2018年中央财经委员会第一次会议提出“结构性去杠杆”新思路，指出“以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下

陈创练，暨南大学经济学院教授、博士生导师，暨南大学南方高等金融研究院副院长，国家社科基金重大项目首席专家；李颖卓，暨南大学经济学院/暨南大学南方高等金融研究院。本文系国家社科基金重点项目“健全目标优化、分工合理、高效协同的宏观经济治理体系研究”（21AZD027）的阶段性成果。



来, 努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。”

在推行结构性降杠杆进程中, 需搭配各种宏观经济政策来达到降杠杆目的, 国家经济政策主要围绕四个目标: “去杠杆” “稳增长” “抑泡沫” “防风险”。我国系统性金融风险的主要来源有: 一是资产价格泡沫积累; 二是各部门杠杆率过高, 主要体现在我国企业部门杠杆率 (157.3%) 远高全球水平 (97.2%)。众多学者也对中国高杠杆现状进行了充分探讨, 揭示了我国高杠杆率问题主要集中于企业部门, 因此推进结构性去杠杆是非常有必要的, 其也成为我国防范化解金融风险的重要途径。那么如何结合宏观政策推动我国顺利实现 “结构性降杠杆”, 这关系到我国经济增长、就业及经济金融稳定, 是值得我们更加深入探讨的。

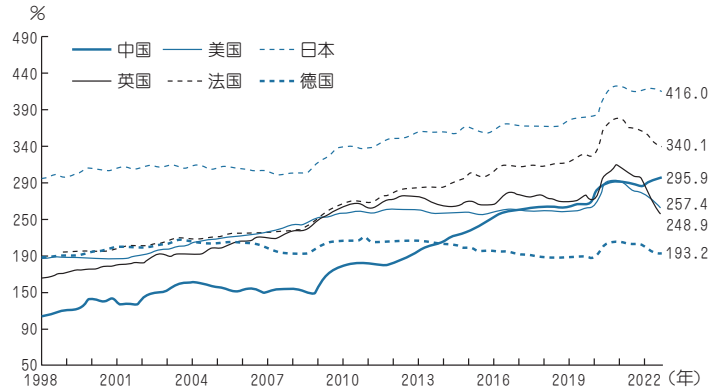
## 二、全球宏观杠杆历史分析

国家宏观经济杠杆率一般用非金融部门信贷总额与当年 GDP 的比值来衡量, 在非金融部门中, 杠杆率上涨意味着社会中有更多的资金可用于消费和生产性投资等等, 这一角度反映出杠杆率上涨对经济增长有着促进作用, 但过高的杠杆率水平及过快增速也会使风险迅速集聚, 这意味着国家将承担较高的债务风险与系统性风险。据国际清算银行 (BIS) 统计数据显示, 中国非金融部门杠杆率在金融危机之后发生明显上涨, 2009—2016 年中国非金融部门杠杆率从 154% 上升至 252%, 八年间上涨了 98 个百分点。然后在接下来几年里,

非金融部门杠杆率增速放缓, 但经历新冠疫情冲击后又有所回升, 从 2019 年第四季度 263.1% 快速升至 2020 第四季度 292%。

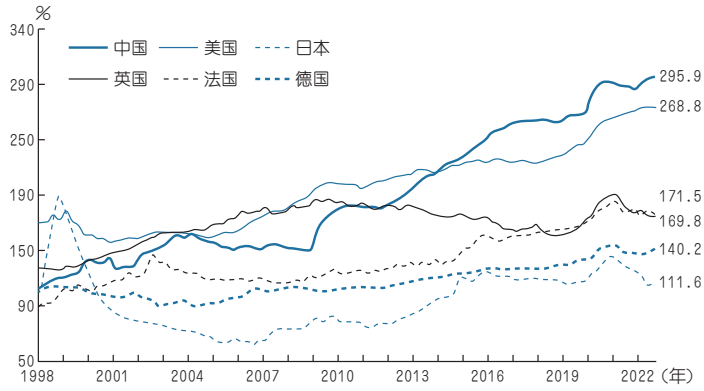
从跨国比较来看, 首先与发达国家相比 (图 1), 截至 2022 年第三季度, 中国非金融部门杠杆率低于日本 (416%)、法国 (340.1%), 但高于美国、德国和英国, 且发达国家非金融部门杠杆率在 2009—2016 年由 239.7% 上升至 265%, 增幅仅 25.3%; 然后与新兴经济体相比 (图 2), 中国略高于韩国, 远高于其他金砖国家, 新兴经济体非金融部门杠杆率在 2009 年至 2016 年由 118.5% 上升至 187.7%, 涨幅为 69.2 个百分点。可看出金融危机爆发后近十年里, 中国非金融部门杠杆的上涨远快于发达国家和新兴市场国家的平均水平。由上述数据分析初步判断, 非金融部门杠杆率的高低可能与经济发展水平有关, 可能也与民族特性和偏好有关, 但与金融体系是银行 (日本、德国、法国) 还是市场主导 (美国、英国) 无关。

从细分部门比较来看, 截至 2022 年第三季度, 中国企业部门杠杆率远高于全球平均水平, 家庭部门与政府部门杠杆率则与全球平均水平接近, 从图 3 也可看出中国非金融部门总债务杠杆率过高主要在于企业部门, 其构成呈现明显的 “两低一高” 的特点。2016 年之前企业部门的杠杆率占总债务杠杆率的 60% 以上, 且与家庭、政府部门相比, 自 2009 年起企业部门杠杆率增速最快, 而在我国去杠杆政策实施后, 企业部门杠杆占比不断下降, 增速也逐渐放缓。



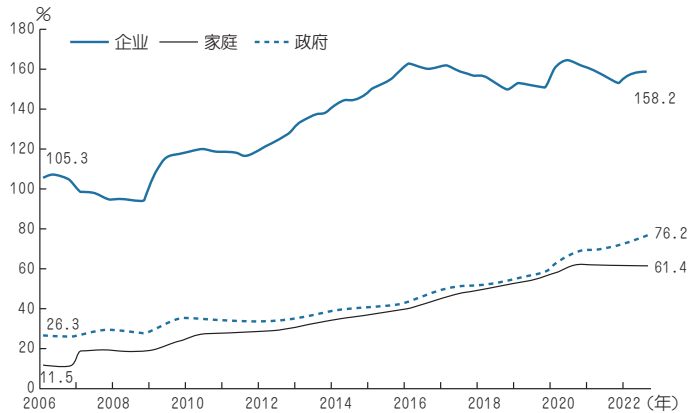
数据来源: BIS。

图 1 主要国家非金融部门总债务杠杆率



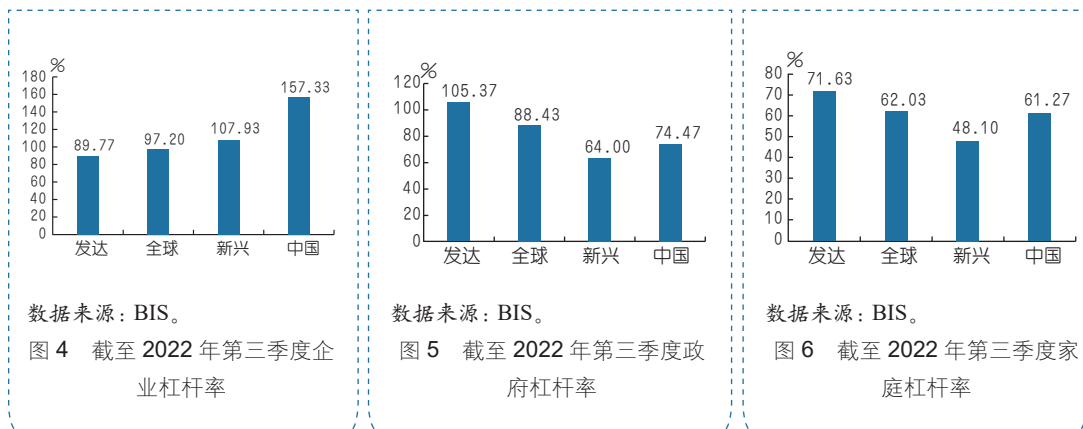
数据来源: BIS。

图 2 主要国家非金融部门总债务杠杆



数据来源: BIS。

图 3 中国各部门杠杆率走势



综上所述, 从全球范围来看, 2008 年金融危机过后各国宏观杠杆率即非金融部门杠杆率都出现了攀升, 但相较于发达经济体和新兴经济体而言, 中国的宏观杠杆率尤其是企业部门杠杆率不论是增长幅度还是在 2022 年前三季度所达到的水平值均显著高于这些经济体的平均水平, 我国宏观杠杆率仍处较高位 (图 4~6)。究其原因, 全球金融危机爆发后, 政府为扩大内需、刺激经济选择主动加杠杆, “四万亿计划”的实施为市场注入了大量流动性, 扩张性的货币政策为企业融资提供了宽松的资金环境, 且由于国有企业的特殊地位, 在此次加杠杆过程中充当重要的角色, 导致非金融企业部门杠杆率上升迅速; 在推行降杠杆政策后, 我国宏观杠杆率增速有所减缓, 且非金融企业部门杠杆率也达成连续几年下降的成效, 但经新冠疫情冲击后, 为保证企业复工复产, 我国采取一系列宏观调控政策诸如逆周期调节、减税降费等, 为实体经济提供资金支持, 杠杆率又有所回升。不难看出, 宏观

经济政策在上述过程中起着重要作用, 但也可预见以加杠杆助推经济发展的行为是不可持续的, 我国未来经济运行的主要逻辑将依然是去杠杆促转型。

### 三、“结构性降杠杆”的宏观经济治理策略

金融系统通过“金融加速器机制”等不断加深对实体经济的影响, 其复杂性和广度使得一般的经济政策和考虑个别机构风险的微观审慎监管难以起到维护金融稳定的作用, 因而在全球金融危机爆发后, 世界各国逐渐构建宏观审慎监管框架, 并与其他宏观经济政策相互搭配起到防风险的作用。

我国的宏观审慎管理起步于合意贷款管理机制和差别准备金动态调整机制, 其中, 合意贷款管理机制是指, 商业银行根据资本充足率、存贷比等指标数据测算出合意贷款规模且上报央行, 后续商业银行按照实际业务和流动性状况安排年内贷款进度, 此机制有利于从总量上把握信贷规模, 合理适度引导资金支持实体经济; 差

别准备金动态调整机制则是指，央行按月对逐个银行连续动态调整准备金要求，信贷偏离度越小、稳健性程度越高的银行，可少存放准备金、多放贷款，此机制可以更好地适应市场的变化和风险的变化，有效降低银行的风险。

为适应经济金融新常态，我国自2016年起将上述两个机制升级为宏观审慎评估体系(MPA)，从资本、杠杆、资产负债等七个层面对银行资产负债结构进行评估，以维护金融稳定和防范系统性风险。近年来我国企业部门杠杆不断攀升，引起大量风险积累，导致金融不稳定，具有防控金融风险作用的宏观审慎政策则是能够较好解决这一问题的的重要手段。因此，为解决上述我国高杠杆率问题主要有以下两个思路。

第一，结构性去杠杆。债务融资是现代企业融资的重要途径之一，虽然MM定理告诉我们企业适度负债能够增加公司价值，但企业过度负债蕴含极大金融风险，也会降低公司投资价值。同时，鉴于我国家庭部门的杠杆率低于全球平均水平，允许适度增加杠杆率，且目前经济形势回暖背景下，居民重拾消费信心、提振购房意愿，也有利于市场稳定发展，所以可以考虑在可容忍的范围内引导部分企业杠杆转移，使企业部门杠杆率降低，优化杠杆结构。

第二，通过财政、货币政策审慎管理挤压去杠杆。①通过财政政策去政府债务杠杆：政府通过下调财政赤字达到降低政府债务杠杆，其中，现有研究表明财政赤字每降低一个百分点，可使政府债务规

模下降0.3个百分点(陈创练和林玉婷, 2019)。因此,在财政赤字高企和攀升时期,政府被动负债削弱其盯住债务杠杆目标的政策取向;反之,当财政赤字处于低位或下降时期,政府倾向于采取反周期的策略主动降低债务杠杆。②通过货币政策挤压企业杠杆。一是使用市场手段实施价格型货币政策,即通过提高市场利率增加资金的使用成本,然后微观主体根据宏观调控信号来调整自己的行为,达到去杠杆目的。但目前我国利率通过资金成本影响杠杆周期的传导渠道并未顺畅,这也进一步制约了价格型货币政策在管控杠杆率上的作用和功效。二是使用行政手段实施数量型货币政策,控制信贷流向。数量型货币政策盯住杠杆周期自1996年以来基本均为负值,表明政策效果是十分明显的(陈创练和戴明晓, 2018),同时中央政策不断强化预期,也导致数量型货币政策在管控杠杆率目标上的有效性得以大幅提升。而宏观审慎管理可对差别准备金动态调整机制这一支柱考虑强化信贷流向监测进行差别调整,使上述政策降杠杆效果更为精准有效。

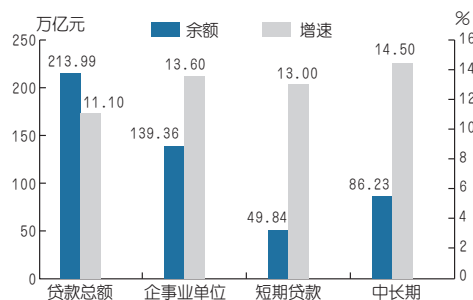
#### 四、银行信贷流向与宏观杠杆走势

商业银行服务整个实体经济,银行信贷投放与实体经济息息相关,其代表着经济转型的方向和产业发展的方向,是宏观经济的缩影,也常是宏观经济政策进行宏观调控的明确信号。在央行发布的《2022年四季度金融机构贷款投向统计报告》中可看到以下信号。



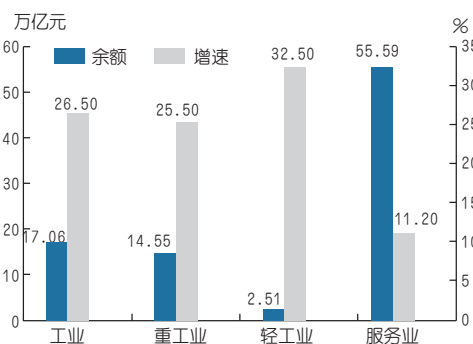
第一, 贷款总额有所放缓 (2021 年贷款总额增速为 11.6%, 增速降低 0.5%), 这也符合我国“宏观杠杆率稳中有降”的政策特点。从结构上看, 企事业单位贷款稳步增长(图 7), 增速比 2021 年末高 2.6%, 其中中长期贷款增速最高, 表现出实体经济融资需求呈现持续回暖态势, 为助力经济恢复企业部门杠杆有所上升。新增企业中长期贷款比重大幅提升, 较好满足了企业复工复产经营需要, 同时该比例的提升也有利于改善企业的债务期限结构。其中, 工业的中长期贷款(图 8) 增速显著提升(增速高于 2021 年末 3.9%, 其中重工业高了 4%, 轻工业高了 3.4%), 这也符合为推动经济转型升级、着力缓解关键技术领域“卡脖子”问题的方向, 政策对制造业投资的支持力度较强。预计未来我国在保持宏观杠杆总量较为稳定的同时, 将继续推行“短收长放”政策, 改善分子端短期贷款与中长期贷款结构, 通过加大中长期贷款的投放以提高贷款利率使得企业去杠杆。

第二, 涉房类信贷投放整体仍偏弱, 表现为房地产贷款增速回落(图 9), 较 2021 年末增速下降 6.5 个百分点, 其中特别是个人住房贷款余额 2022 年比 2021 年增速下滑 10 个百分点, 但房地产开发贷款增速却增加了 2.8 个百分点。这体现出房地产贷款增速继续下行, 虽企业端开发贷款小幅回升, 但居民端个人住房贷款下滑较大, 且个人住房贷款首次出现单季负增长。虽然从数据中显示出居民杠杆中住房贷款有下降趋势, 但同时也呈现出房地产市场惨淡现状。因此为维护房地产行业的



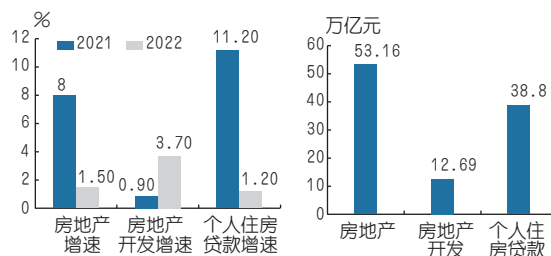
数据来源: 中国人民银行。

图 7 信贷总额及企事业单位贷款 (2022 年末; 同比)



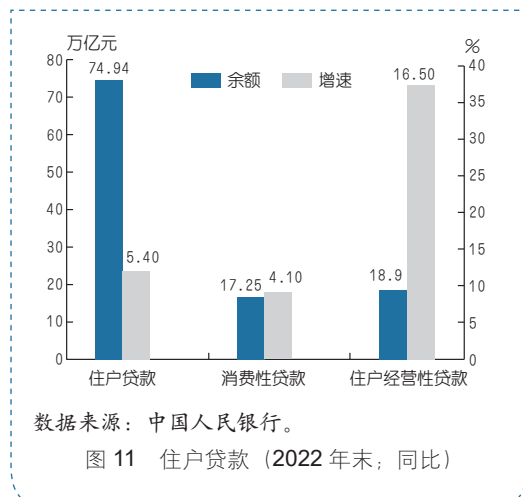
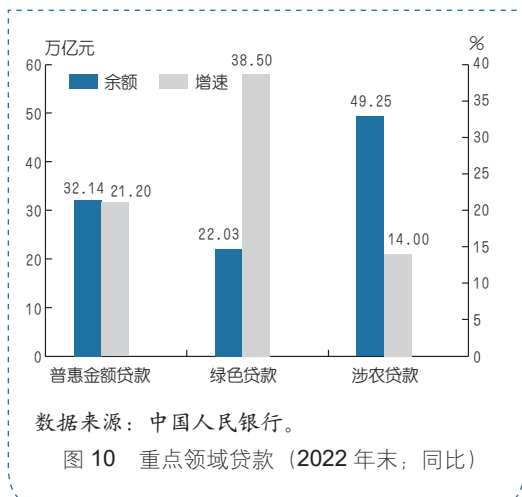
数据来源: 中国人民银行。

图 8 中长期贷款 (2022 年末; 同比)



数据来源: 中国人民银行。

图 9 房地产贷款 (2022 年末; 同比)



平稳健康发展，在当前房住不炒和地产周期下行环境下，2022 年四季度以来，监管部门从房地产供需两侧同步发力，以促进房地产业良性循环。预计之后也将进一步实施相关政策，如进一步降低二套房首付比例、更加精细的限购或二套认定标准出台等，来刺激房地产需求侧，进而修复居民对于楼市悲观预期，提升居民加杠杆意愿，助力房地产行业筑底企稳。

第三，在重点领域贷款（图 10）支持力度提升，在普惠金融、绿色贷款、涉农贷款等经济重点领域和薄弱环节，金融机构支持力度也持续提升。2022 年末，普惠金融领域贷款保持较快增长，年同比增速为 21.2%，其中普惠小微贷款和助学贷款增速均超过 20%；绿色贷款增速维持高速，增速为 38.5%（比 2021 年高 5.5%），整体仍维持较高水平，在行业分布上，基础设施绿色升级、清洁能源、节能环保等领域，四季度末三者年同比增速分别为 32.8%、34.9%、59.1%；涉农信贷规模稳步提升，

增速为 14%（比 2021 年高 3.1%），其中农村、农业、农户贷款增速分别为 13.5%、10.7%、11.2%，得益于各项助农政策持续推动三农稳步发展。

第四，住户贷款（图 11）和消费性贷款（不含个人住房贷款）增速下滑（分别比 2021 年低 7.1% 和 6.4%）；经营性贷款增速较上年末略微降低（比 2021 年末低 2.6%），但较 2022 年三季度末增速有所提升，这表明央行还是注重支持经营性贷款，以刺激经济回升。从数据可看出居民加杠杆意愿不足，经营类贷款支撑居民信用扩张，而消费信贷投放偏弱。① 经营贷支撑居民端信用扩张明显。2022 年末，住户经营性贷款增速 16.5%，较三季度末提升 0.4 个百分点，其中四季度单季新增规模 0.37 万亿元，占全部新增住户的 90%，是支持居民信用扩张的主要抓手。② 非房消费信贷扩张延续放缓。受新冠疫情达峰过峰影响、居民预期悲观等因素影响，2022 年末，住户消费性贷款（不含按揭）同比增速为



4.1%，较三季度末下降 1.3 个百分点。

综上所述，由于提振经济发展需要、经济增速下降等原因，我国 2022 年以来宏观杠杆率有小幅抬升，但总体上还是保持在可控、稳定水平，其中主要是非金融企业部门杠杆增幅较大，伴随着市场主体融资需求持续修复、金融对实体经济支持力度有效扩大、企业融资成本降低等，供给端和需求端因素合力推动非金融企业杠杆率上升；从结构上看，央行信贷投向报告显示，我国信贷结构呈现出工业和制造业稳步增长以促转型，普惠小微、绿色贷款及涉农贷款等重点领域迅速增长以兜底民生的变化特征，信贷结构有了明显改善，且政策导向也表明未来信贷资源将持续投入重点领域和薄弱环节。

## 五、以信贷流向监测的 MPA 管理实现结构性降杠杆

为防止债务风险和系统性风险的发生，我国政策制定者高度关注宏观杠杆较高问题，并积极探寻降杠杆的途径，在目前以稳杠杆为主线、降杠杆为趋势，推进结构性去杠杆应对高债务问题的总方向上，本文结合中国杠杆率结构情况，以及宏观审慎管理与宏观经济政策的搭配策略，提出现阶段降杠杆有以下要点。第一，需要分部门考虑去杠杆，根据部门特点实施不同的宏观经济政策，政府债务杠杆需要依赖财政政策，通过下调财政赤字来降低政府债务杠杆；家庭和企业部门去杠杆则需要以货币政策为主。第二，继续推进“短收长放”政策，

包括逆回购政策，特别是对于中长期贷款适度倾斜，即通过收紧短期贷款，持续加大中长期贷款投放以抬高利率，挤压迫使企业去杠杆。第三，宜通过数量型货币政策降企业杠杆，一是降低信贷规模（如 M2 增速下调），二是通过信贷流向监测。

具体来说，我国可以通过如下两个操作达到降杠杆的目标：其一，结构性调整去杠杆，由于消费文化、偏好等原因我国家庭部门的杠杆率一直处于较低水平，且居民提升加杠杆意愿也有利于现阶段经济复苏，所以可以考虑将部分企业杠杆转移至家庭部门，即适当增加家庭部门信贷支持，同时控制企业部门贷款额度；其二，在总体信贷规模下滑的背景下，如何有效利用可贷资金十分重要，银行信贷应倾向于支持实体经济，如向中长期贷款和经营性贷款支持，特别是工业行业的中长期贷款余额需要适度增加。

而上述的两个信贷结构调整均可以考虑通过信贷流向监测的 MPA 进行有效管理，即考虑适度下调商业银行对（工业）中长期贷款、农村及经营性贷款等的存款准备金率；对于杠杆率过高的企业严控贷款及贷款额度，甚至对于部分商业银行对高杠杆企业的贷款额度提高存款准备金率；同时对于房地产贷款除了提高贷款利率外，也可通过适度提高该信贷去向的存款准备金率予以控制。通过强化信贷流向监测的宏观审慎评估体系以达到更好促进结构性降杠杆的效果。<sup>[N]</sup>

学术编辑：韦燕春





参考文献:

- [1] 陈创练,戴明晓.货币政策、杠杆周期与房地产市场价格波动[J].经济研究,2018,53(09):52-67.
- [2] 陈创练,林玉婷.财政政策反应函数与宏观调控政策取向研究[J].世界经济,2019,42(02):47-71.
- [3] 陈卫东,熊启跃.我国非金融企业杠杆率的国际比较与对策建议[J].国际金融研究,2017(02):3-11.
- [4] 陈银娥,罗雨璇.宏观审慎政策是否推动了企业去杠杆?——基于沪深A股上市公司的实证分析[J].财经理论与实践,2022,43(04):26-34.
- [5] 段炼,吕鹏健.健全宏观审慎政策框架国际经验及启示[J].中国金融,2023(03):28-30.
- [6] 方意,张瀚文,荆中博.“双支柱”框架下中国式宏观审慎政策有效性评估[J].经济学(季刊),2022,22(05):1489-1510.
- [7] 胡志鹏.“稳增长”与“控杠杆”双重目标下的货币当局最优政策设定[J].经济研究,2014,49(12):60-71+184.
- [8] 黄志龙.我国国民经济各部门杠杆率的差异及政策建议[J].国际金融,2013(01):51-53.
- [9] 金玲,吉余峰.商业银行信贷流向对实体经济增长的影响研究[J].时代金融,2020(30):25-27.
- [10] 刘哲希,李子昂.结构性去杠杆进程中居民部门可以加杠杆吗[J].中国工业经济,2018(10):42-60.
- [11] 马勇,吕琳.货币、财政和宏观审慎政策的协调搭配研究[J].金融研究,2022(01):1-18.
- [12] 唐绅峰,蒋海,吴文洋.银行数字化背景下宏观审慎监管政策的有效性及其优化策略[J].当代经济管理,2023,45(03):86-96.
- [13] 游宇,刘芳正,黄宗晔.宏观审慎政策与经济增长[J].经济学动态,2022(09):51-70.
- [14] 张斐燕,杨超,张文涛.高杠杆率、房地产泡沫与宏观调控[J].南方金融,2022(10):3-21.
- [15] Bernardini Marco, Forni Lorenzo. Private and Public Debt: Are Emerging Markets at Risk?[J]. IMF Working Papers, 2017, 17(61).
- [16] Gu Yanwei, Guo Jing, Liang Xiao, Zhao Yajun. Does the debt-growth link differ across private and public debt? Evidence from China[J]. Economic Modelling, 2022, 114.
- [17] Ma Caoyuan, Guo Pin, Zhang Zhao. Structural Deleveraging: Evidence from China[J]. China & World Economy, 2022, 30(6).
- [18] Velimir Bole, Janez Prašnikar, Domen Trobec. Policy measures in the deleveraging process: A macroprudential evaluation[J]. Journal of Policy Modeling, 2014, 36(2).

### Macro Leverage Risk and MPA Management of Credit Flow Monitoring

CHEN Chuanglian LI Yingzhuo

(School of Economics, Jinan University)

**Abstract** An excessively high leverage ratio amid rapid economic growth is often seen as a source of risk accumulation that could have negative impacts on the national economy. This combination is often viewed as an indicator of potential financial crisis. After the 2008 financial crisis, China's macro leverage ratio rose rapidly. The government attached great importance to addressing this issue and actively implemented various macroeconomic policies to reduce leverage, control debt and prevent systemic financial risk. With the stabilization of leverage as the government's overarching objective, China is promoting structural deleveraging as a means of dealing with the problem of high leverage. It seeks to "stabilize and gradually decrease" the overall leverage ratio, optimize the leverage structure and reduce the leverage of enterprises and the government as soon as possible. Generally, it is necessary to promote structural deleveraging through macroeconomic governance policies. This article analyzes the situation and proposes that macroprudential management should include the strengthening of the dynamic adjustment mechanism for the differential reserve on bank deposits to improve the monitoring of credit flows and achieve a better result in promoting structural deleveraging.

**Keywords** Credit Flow Monitoring, Structural Deleveraging, Macro Prudential Management

**JEL Classification** F832 F124 F822