
答审稿专家的宝贵意见

第一份意见

审稿意见（1.1）：

一、文章第二部分讲完杠杆攀升现象后，第三部分直接讲对策，虽然也可，但从增加文章可读性和逻辑连续性的角度，建议在谈对策之前增加一个部分，分析杠杆攀升的原因，因为只有弄清楚主要原因之后，才能针对性提出政策建议。

修改说明：

感谢审稿人的宝贵意见，在这一稿中，本文第二部分讲完杠杆历史分析后，补充分析了我国在快速加杠杆周期背后的原因，从而引出调控宏观经济政策来推进降杠杆的逻辑。详情如下：

【详见原文第4页】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了非常重要的角色，导致了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。

审稿意见（1.2）：

二、文章第“二、全球宏观杠杆历史分析”部分，从增加可读性的角度，建议作者从全球对比的视角，补充分析一下作者对于中国杠杆率水平是否过高、是否可持续等读者比较关注的问题的判断。

修改说明：

感谢审稿人的宝贵意见，在这一稿该部分中，文章补充了从全球对比的视角下，中国杠杆率水平是否过高、是否可持续的分析判断。详情如下：

【详见原文第4页】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于较高位。

【详见原文第 4 页】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。

审稿意见（1.3）：

三、文章第“四、银行信贷流向与宏观杠杆变化走势分析”部分，目前主要在分析结构，对走势的分析较少，建议补充完善。

修改说明：

正如审稿意见所指出的，上一稿对宏观杠杆走势分析较少，这一稿在文章第四部分结合信贷流向补充了宏观杠杆变化走势分析。详情如下：

【详见原文第 5 页】第一，贷款总额有所放缓（2021 年末贷款总额增速为 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，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。

【详见原文第 5 页】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利率使得企业去杠杆。

【详见原文第 6 页】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。……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偏悲观预期，提升居民加杠杆意愿。

【详见原文第 7 页】综上所述，由于提振经济发展需要、经济增速下降等原因，我国去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等，供给端和需求端因素合力推动非金融企业杠杆率上升。

第二份意见

审稿意见 (2.1):

标题。按照作者的说法，信贷流向监测作为宏观审慎政策的一个方面，其实包含在宏观经济治理政策的范畴内，标题中将这两个术语并列是否合适？

修改说明:

感谢审稿人的宝贵意见，本稿已对标题进行了修改：宏观杠杆风险与信贷流向监测的MPA管理对策

审稿意见 (2.2):

第四节“银行信贷流向与宏观杠杆变化走势分析”中，详细分析了信贷流向，但是没有结合信贷流向分析宏观杠杆变化。小节内容与小节标题存在差异，而缺少的分析对于本文的立意又十分重要，建议作者补上相关内容。

修改说明:

正如审稿意见所指出的，上一稿对宏观杠杆变化分析较少，这一稿在文章第四部分结合信贷流向补充了宏观杠杆变化相关内容。详情如下：

【详见原文第5页】第一，贷款总额有所放缓（2021年末贷款总额增速为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，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。

【详见原文第5页】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利率使得企业去杠杆。

【详见原文第6页】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。……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偏悲观预期，提升居民加杠杆意愿。

【详见原文第7页】综上所述，由于提振经济发展需要、经济增速下降等原因，我国去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等，供给端和需求端因素合力推动非金融企业杠杆率上升。

审稿意见（2.3）：

有些政策表达如“差别准备金动态调整机制”，正如作者写道“已经升级为MPA体系”。那么在最后的政策建议中，最好不要直接用这样旧的表达，如全文最后一句。尽管审稿人十分理解作者的意思与政策建议思路。

修改说明：

感谢审稿人的宝贵意见，这一稿对文章当中较旧表述已做出相应修改，使相关政策建议更符合最新情况。详情如下：

【详见原文第8页】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、农村以及经营性贷款等的存款准备金率；对于企业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的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。

审稿意见（2.4）：

政策建议中关于结构性调整杠杆的方式存在争议。即“适度提高家庭部分杠杆，将企业杠杆适当转移至家庭部门”。事实上，这个建议现实中很早就提出过，图三中就表现出这样的特征。但是现实结果是，将债务转移至家庭部门严重减弱了家庭部门的预期，对经济增长带来了很多负面影响。因此，这个建议似乎已经很过时了，在当下经济形势和宏观杠杆率变化趋势的背景下，作者如何看待这一问题，需要做更新说明。

修改说明：

我国近年来实施的结构性降杠杆政策成效明显，较成功地将企业部门杠杆率降了下来，而政府和家庭部门杠杆的上升也的确需要防范风险，因此后续政策相较前期而言，在延续之前基本思路方向的同时应更关注家庭部门杠杆增速问题，避免增速过快引致风险。学术界关于结构性调整杠杆中居民部门是否可以加杠杆

确实存有分歧，但本文提出“适度提高家庭部分杠杆”的政策建议主要是基于当前居民部门还存在加杠杆空间，疫情干扰过去后，房地产市场转暖、居民消费复苏等因素都有利于居民加杠杆，现阶段政策也有意向提升居民加杠杆意愿，稳定市场信心，当然也需警惕杠杆过快、过度上涨所导致的经济金融风险。因此这一稿在提出相关政策建议时，交代了如今经济复苏形势，以便读者理解。详情如下：

【详见原文第4页】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将部分企业杠杆转移至家庭部门，使企业部门杠杆率降低，优化杠杆结构。

提示：外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，本刊选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。