中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 3 月 1 日　　2021 年第 11 期（总第 334 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：周景彤 梁婧 王梅婷
中国银行研究院
电　话：010 - 6659 1591

签发人：陈卫东
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

疫情下中国宏观杠杆率的新变化、风险与应对策略*

2020 年在新冠疫情冲击下，逆周期调控政策推动宏观杠杆率快速攀升，表明自 2015 年起的去杠杆进程告一段落。与 2008-2014 年加杠杆阶段相比，2020 年各部门加杠杆的结构、渠道、期限出现新变化。非金融企业部门加杠杆的主体发生变化，国企杠杆率趋于下降，私营企业负债快速增加。“房住不炒”下居民平稳加杠杆，贷款增速有所回落。政府部门对宏观杠杆率增幅贡献率上升，中央政府承担支出责任的主动性提高，地方政府市场化融资水平提升。总的来看，宏观杠杆率快速上升缓冲了疫情负面影响，促进金融服务实体经济，但也提高企业、居民债务风险，加重地方财政收支平衡压力。当前，要处理好稳增长和防风险的关系，稳定宏观杠杆率，有序处置各部门债务风险，健全多层次资本市场，提高直接融资占比。

疫情下中国宏观杠杆率的新变化、风险与应对策略

近年来，中国宏观杠杆率是否存在“危险”备受社会各界关注。2015 年面对企业产能过剩、债务负担沉重、房地产高库存等问题，政府提出“三去一降一补”，重点降低企业杠杆率。截至 2019 年末宏观杠杆率降至 245.4%，但受 2020 年疫情暴发和逆周期调控政策影响，宏观杠杆率迅猛攀升 24.6 个百分点 ，创 2009 年以来最大增幅，稳杠杆、防风险再次成为社会关注焦点。此次杠杆率上升较 2008-2014 年出现哪些新变化，如何看待此次杠杆率的上升，值得研究。

一、疫情后宏观杠杆率迅速上升，非金融企业杠杆率增长突出

宏观杠杆率是经济某部门的总债务占 GDP 的比重，是债务存量与收入流量之比，用来衡量债务可持续性。国际清算银行（BIS）和中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS）均根据此定义测算宏观杠杆率。对比两者测算方法（表 1）发现，BIS 在测算非金融企业债务和政府债务中存在重复计算，一定程度高估了政府杠杆率，而 CNBS 剔除了实体经济债务重复计算部分，杠杆率数据更精确。本文参考 CNBS 债务计算范围测算了 2019-2020 年宏观杠杆率（图 1），测算值略低于 CNBS 杠杆率， 但两者变动趋势一致，不同部门杠杆率增幅差异较小，表明测算结果较为可靠。

表 1：CNBS 和 BIS 宏观杠杆率测算方法对比

债务类型	CNBS 测算方法	BIS 测算方法
非金融企业债务	企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台债务。	非金融企业国内银行债务、国外银行债务、国内非银行金融机构债务。
政府债务	中央政府债务为国债余额；地方政府债务为地方债和地方政府其他债务。2018 年前包含一部分融资平台债务，与非金融企业债务重合部分已剔除。	包括政府显性债务和隐性债务，主要为融资平台债务、政府引导基金类债务、PPP 债务等。
居民部门债务	居民银行贷款，包括消费贷款和经营贷款。	可吸收存款的商业银行类金融机构对居民的债权。

资料来源：CNBS，BIS，中国银行研究院

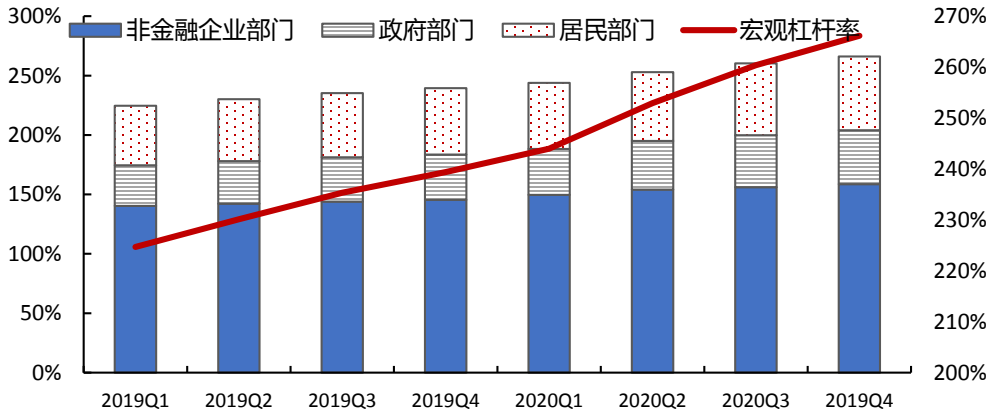
表 2：本文杠杆率测算数据及来源

测算指标	数据指标范围
非金融企业债务	非金融企业及机关团体贷款余额，以及外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券的余额。
政府债务	中央政府财政债务余额，包括内债和外债余额。其中，地方债余额包括一般债务和专项债务，涵盖政府债券、非政府债券形式的存量政府债务。
居民债务	住户部门贷款，分为短期贷款和中长期贷款，下分短期消费贷、短期经营贷；中长期消费贷、中长期经营贷。
名义 GDP	以季度 GDP 为基准，2020 年采用名义 GDP 进行计算，2019 年以实际 GDP 进行计算。

资料来源：中国银行研究院

据测算结果，2020 年中国宏观杠杆率大幅上升。其中，非金融企业杠杆率上升幅度最大，达 13.1 个百分点；政府部门杠杆率增幅次之，达 7.2 个百分点；居民部门增幅最低，达 6.3 个百分点[1]。同时，杠杆率增幅逐季放缓，主要由于疫情初期 GDP 增速大幅下滑，杠杆率分母端变小，而宽松信贷环境下杠杆率分子端债务大规模增加，迅速推升杠杆率。随着疫情受控、复工复产推动经济修复，信贷增长有所放缓、GDP 增速回稳向好，杠杆率增幅逐渐放缓。

图 1： 宏观杠杆率测算值



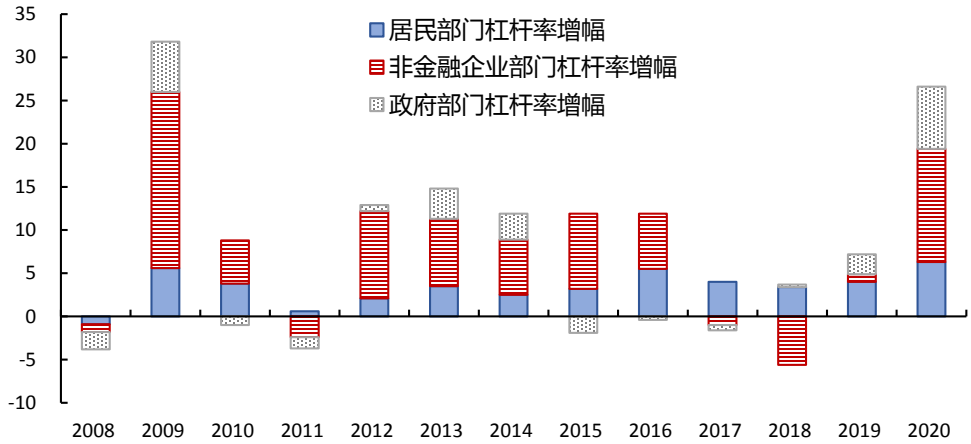
资料来源：Wind，中国银行研究院

[1] 注：CNBS 杠杆率数据显示，2019 年至 2020 年，非金融企业、政府部门、居民部门杠杆率增幅分别为 11、7.3、6.4 个百分，与本文测算值差别较小。

二、疫情后宏观杠杆率的新变化与影响因素

整体上，与 2008-2014 年加杠杆阶段相比，2020 年非金融企业部门仍是杠杆率增幅最大的部门，但增幅低于 2009 年；政府和居民部门杠杆率增幅均高于 2008-2014 年阶段。具体来看，与 2008-2014 年加杠杆阶段相比，2020 年各部门加杠杆的结构、渠道、期限出现新变化。

图 2：2008-2020 年各部门杠杆率增幅(%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

（一）国企杠杆率趋于下降，私营企业杠杆率快速上升

其一，非金融部门加杠杆主体发生变化，国企加杠杆较为克制，私营企业杠杆率快速上升。2008-2014 年，国有企业是加杠杆主体，其资产负债率上升约 1.8 个百分点，而私营企业负债率呈同步下降趋势（图 3）。相比之下，2020 年国有企业资产负债率趋于下降，私营企业债务快速增加。2020 年前三季度，国有企业资产负债率下降 0.62 个百分点，私营企业资产负债率上升 0.86 个百分点，其中，民营企业、小微企业加杠杆尤其突出，其贷款规模分别增长 14%和 30.9%。

加杠杆主体变化主要由于国企和私营企业处于不同债务周期。2008 年国企和私营企业负债率均在 59%左右（图 3），但由于 2008-2014 年金融危机冲击、宏观经济增速趋于下行和优质投资机会不足，私营企业投资增速不断下降，而国企进行逆周期加杠

杆，发挥扩大投资、稳定经济增长的主体作用。随着 2015 年后去库存、去杠杆，私营企业负债率在 2017 年降至 51%左右，而国有企业负债率约 61%，降幅有限。2017 年后，国资委加快推进国企降杠杆，要求国企平均资产负债率到 2020 年末比 2017 年末降低 2 个百分点左右，2020 年国企杠杆率有所下降。综合来看，2020 年私营企业处于维持生存、扩大投资的债务上升周期，而国企处于降杠杆关键时期，带来加杠杆主体结构出现新变化。

图 3：2001-2020 年国有企业、私营企业负债率（%）



资料来源：Wind，华创证券，中国银行研究院

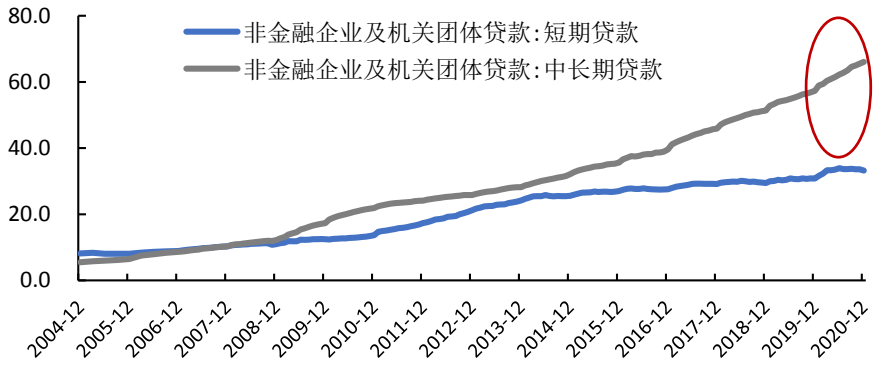
其二，2008-2014 年企业债务短期化趋势明显，而 2020 年企业债务期限长期化特点突出。2008-2014 年企业中长期贷款增速先快后慢，短期贷款增长不断加快并趋近中长期贷款规模（图 4），企业债务融资短期化不断凸显。相比之下，2020 年非金融企业贷款呈长期化趋势，全年企业中长期贷款、短期贷款分别同比增长 13.4%和 8.9%，两者规模差距进一步拉大。

债务期限出现新变化主要在于，实体经济发展情况和信贷支持政策着力点不同。2008-2014 年金融机构贷款短期化，一是由于金融危机冲击、产能过剩和经济增速趋于回落，实体企业投资增速降低，企业中长期贷款需求下降。二是房地产、地方融资平台借贷受限后转向银行表外借贷，带动票据融资等短期借贷快速增长。三是政府限制金融机构向房地产、融资平台放贷也带来中小企业融资需求补位，加之监管部门推动对小微企业放贷[2]，带来银行短期贷款增加。对比之下，2020 年企业借贷长期化主

[2] 注：2012 年 1 月，银监会监管工作会指出，督促商业银行完善优化信贷结构的体制机制，积极

要由于，一是逆周期调控政策引导和支持制造业中长期贷款增加。2020 年政府采取“有扶有控”的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略新型产业等，提高中长期贷款占比，带动 2020 年前 10 个月制造业中长期贷款同比增长 33.1%，其中，高技术制造业中长期贷款增长 47.9%。二是疫情下经济快速修复，2020 年下半年工业企业利润增速转正、PPI 跌幅不断收窄、PMI 持续回升，企业生产、投资积极性较高。三是监管部门加强资金流向监测，严厉打击资金空转和违规套利，有助于遏制企业通过短期借贷投机获利。

图 4：非金融企业贷款结构及规模(万亿元)



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）“房住不炒”下居民部门平稳加杠杆，贷款增速有所回落

2020 年居民杠杆率上升 6.3 个百分点，对宏观杠杆率上升的贡献率为 25.6%，较 2009 年提高 8.2 个百分点。分结构看，以下两点值得关注。

其一，“房住不炒”和逆周期调控下，居民加杠杆增速放缓。在 2008 年“四万亿”、房地产刺激政策和宽松信贷环境下，2009 年居民杠杆率快速上升，居民贷款增

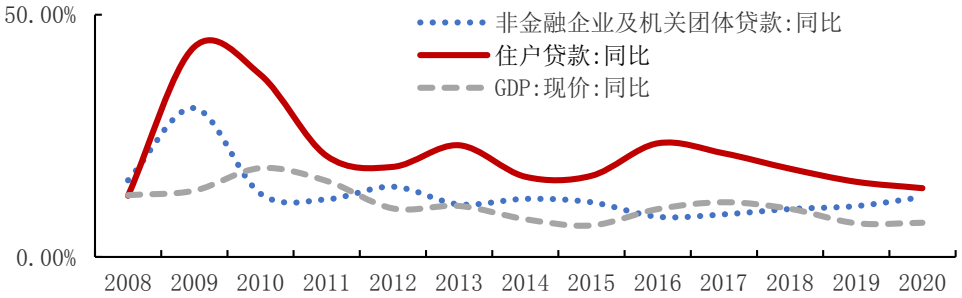
推进关于小微企业的机构准入、存贷比考核、资本计量、不良贷款容忍度等方面的差异化监管政策“落地”。

2013 年 4 月银监会发布《关于深化小微企业金融服务的意见》，规范小微企业金融服务收费，严禁在发放贷款时附加不合理的贷款条件。

2014 年 7 月，为缓解企业融资成本高企问题，银监会印发《中国银监会关于完善和创新小微企业贷款服务 提高小微企业金融服务水平的通知》。

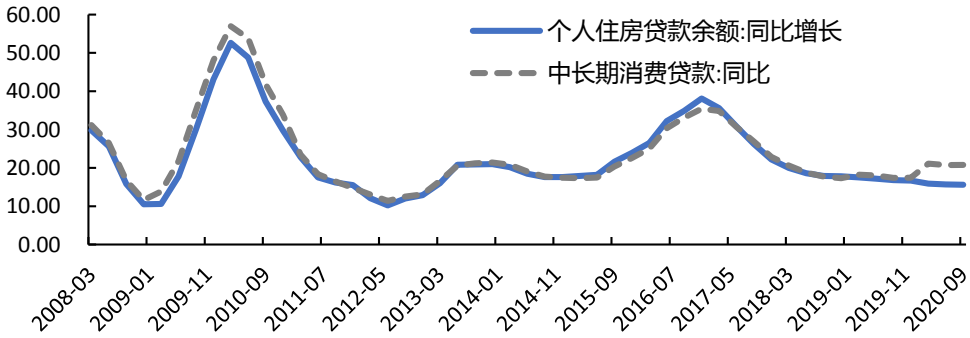
速远高于同期非金融企业贷款增速和 GDP 增速（图 5）。尤其是个人住房贷款快速增长，2009 年房贷同比增长 49%，带动房价大幅上涨和购房投机增加，进一步推升居民杠杆率。相比之下，2020 年疫情冲击和逆周期调控政策下，居民部门贷款增速和房贷增速均小幅回落，与非金融企业贷款增速、GDP 增速的差距明显缩小。虽然 2020 年中长期消费贷增速上升 3.6 个百分点，但增幅明显低于 2009 年、2013 年（图 6）。

图 5：非金融企业贷款、居民贷款和 GDP 同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：个人住房贷款和居民中长期消费贷同比增速（%）



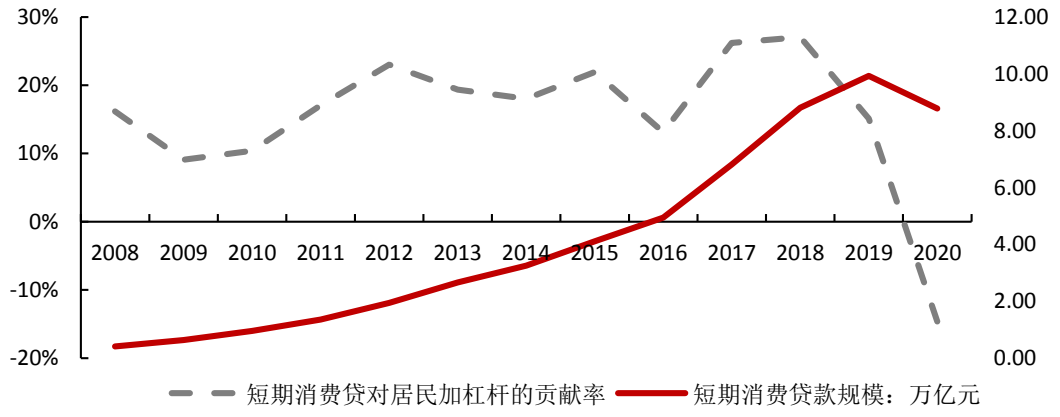
资料来源：Wind，中国银行研究院

这种新变化主要在于，房地产调控政策转向“房住不炒”。依靠刺激房地产难以拉动经济持续增长，2008 年刺激房地产是政府面临经济下行困境的无奈选择，不利于经济长期可持续发展。2020 年疫情下，政府坚持“房住不炒”基调，不以房地产作为短期经济刺激手段。

其二，短期消费贷对居民杠杆率的影响由正转负。2008-2014 年短期消费贷占居民贷款比重从 6.2%上升到 14.1%，对居民加杠杆的贡献率[3]快速上升（图 7）。相比之下，2020 年短期消费贷规模萎缩 1.15 万亿元，对居民杠杆率上升的贡献率从 2019 年的 15.1%降至-14.6%，直接带来居民贷款同比增速回落。

这一变化主要在于疫情冲击居民收入和监管政策趋严。一是疫情严重冲击就业和收入，居民消费快速下降。2020 年全国城镇调查失业率从 2019 年末 5.2%上升到 2020 年 2 月的 6.2%，后逐步回落至 11 月的 5.2%，全年失业率平均 5.6%。居民消费增速大幅下滑，全年城镇人均消费支出下降 6%，居民短期消费贷大幅萎缩 1.15 万亿元，拉低居民贷款增速。相比之下，2008-2014 年城镇登记失业率最高为 2009 年的 4.3%，城镇人均消费支出增速最低为 2013 年的 5.3%。二是短期消费贷监管政策趋严。短期消费贷伴随互联网金融快速发展，发展初期监管环境较为宽松，居民短期消费贷余额从 2007 年的 0.31 万亿增至 2014 年的 3.26 万亿元。2016-2017 年其规模进一步加快增长，不少消费贷用于购房和炒股，政府加大了对消费贷的监管，严查消费贷违规流入房市、股市，抑制居民杠杆率过快上升。2018 年后居民短期消费贷增速出现下降势头，加之 2020 年疫情冲击，短期消费贷大幅萎缩，对居民杠杆率上升的贡献率降为负值。

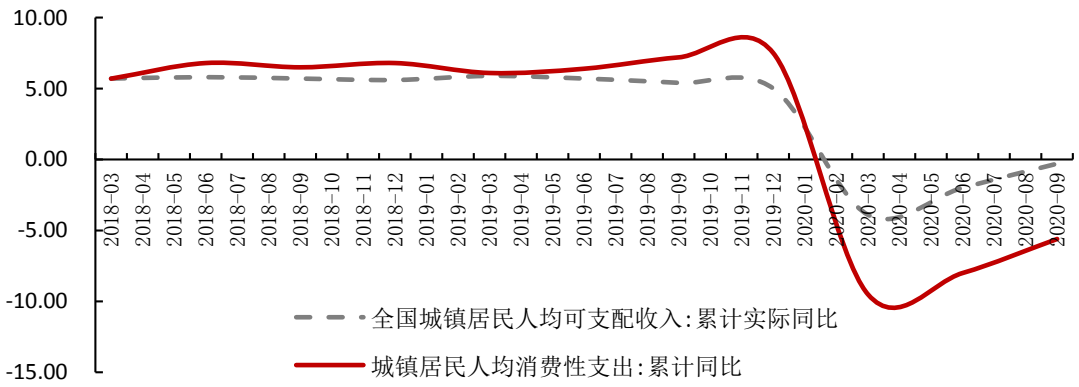
图 7：非金融企业贷款、居民贷款和 GDP 同比增速



资料来源：中国人民银行，中国银行研究院

[3] 注：短期消费贷增量与居民部门贷款增量之比。

图 8：全国城镇居民人均可支配收入、消费增速（%）



资料来源：中国人民银行，中国银行研究院

（三）中央政府承担逆周期调控的支出责任增加，地方政府市场化融资水平提高

整体来看，政府部门对宏观杠杆率上升的贡献增加。2020 年政府部门杠杆率上升 7.3 个百分点，在全年 24.6 个百分点的宏观杠杆率增幅中占比 29.5%，而 2009 年政府杠杆率上升 5.7 个百分点，占全年宏观杠杆率增幅的 18%。分结构来看，在 2020 年的逆周期调控政策中，中央政府加杠杆的主动性有所提高，同时，2020 年大规模发行地方专项债是一大亮点，带动地方政府市场化融资水平提升。

其一，在逆周期调控中，中央政府承担财政支出的主动性提高。2009 年政府部门杠杆率上升的 5.7 个百分点中，中央和地方政府的贡献分别占 8.7%和 91.3%，而 2020 年在 7.3 个百分点的增幅中，中央和地方政府的贡献分别占 43.9%和 56.1%。同时，2009 年中央财政支出下降 6.6%、地方支出增长 23.6%，而 2020 年中央财政支出下降 0.1%、地方支出增长 3.3%，表明逆周期调控中，中央和地方政府的债务承担更加均衡，中央政府积极承担支出责任，部分缓解地方政府支出负担。

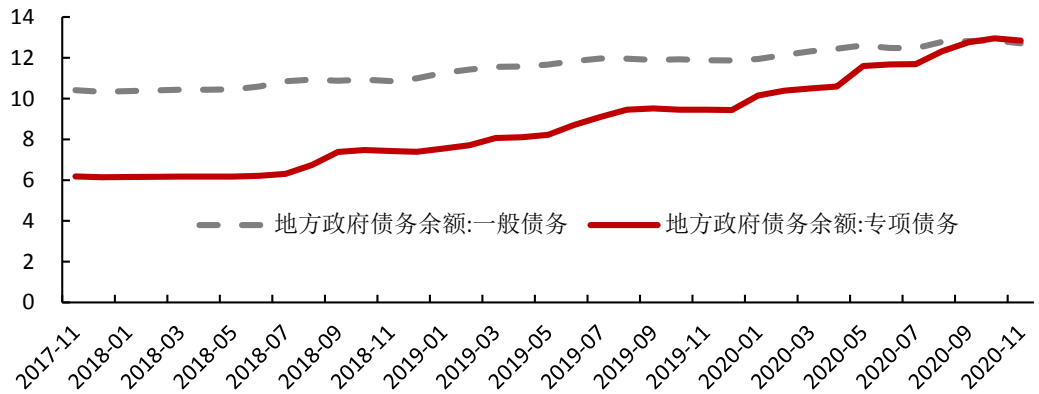
中央政府债务负担提高主要由于，一方面，2020 年政府逆周期调控政策目标更丰富、中央财政支出负担更重。除刺激经济外，中央政府还面临抗击疫情、“六保”“六稳”、脱贫攻坚等多方面任务，国家层面的公共卫生支出、脱贫支出大幅增

加，中央财政支出负担加重。另一方面，基层财政收支压力加大，中央财政转移支付增加。疫情冲击和政府落实减税降费使基层财政捉襟见肘。为缓解基层财政困难，中央政府增加财政赤字 1 万亿元、发行 1 万亿元抗疫特别国债和调剂 1.77 万亿元养老保险中央调剂基金，建立特殊转移支付机制，将资金直达市县基层、直接惠企利民，带动中央财政积极承担支出责任。

其二，地方政府融资结构优化，市场化融资水平提升。2008-2014 年地方政府融资主要依靠融资平台公司，带来城投债发行量井喷。2005-2008 年城投债发行总量只有 1585 亿元，但到 2014 年城投债净融资额接近 1.5 万亿元。相比之下，2020 年地方政府融资方式从隐性负债为主转为发行地方债为主，专项债占比大幅提升，财务透明度提高。2020 年地方新增债券约 4.5 万亿元，其中，专项债占比 80%，同比增长 67.4%。由于地方专项债投资有收益的建设项目，并可作为项目资本金撬动更多社会融资，提高了地方政府市场化融资水平。

这一变化主要由于政府加强了地方债务风险防控和采取定向、精准的逆周期调控政策。**一方面**，为控制地方政府债务风险，2015 年政府出台实施了新《预算法》，赋予地方政府举债融资的职能，同时，加快清理地方融资平台、置换政府债务，带动地方政府发债融资占比上升。**另一方面**，2020 年逆周期调控政策更加注重精准性、有效性，大量发行专项债支持“两新一重”和“补短板”项目。

图 9:地方政府债务余额结构（万亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、宏观杠杆率快速攀升将推高偿债成本和债务违约风险

（一）非金融企业“脱实向虚”和债务违约风险增加

第一，非金融企业“脱实向虚”风险增加。2020 年宽松信贷政策下，非金融企业信贷规模增加，但如果企业缺少优质产业投资机会，就可能挪用信贷资金投入资本市场等寻求增值机会，带来资产价格快速上涨和投机套利增加，甚至逐步出现“脱实向虚”，推升金融风险。2020 年中国股指大幅上涨近 30%，其中部分原因在于疫情下流动性宽松、利率水平较低，带动资金进入股市追求高投资回报率。

第二，非金融企业债务违约风险增加。随着经济回归正常增长路径，逆周期调控政策仍将保持连续性稳定性、不转急弯，但值得警惕的是，非金融企业债务风险或出现暴露苗头。**一方面**，部分依靠信贷得以生存但缺乏盈利能力的企业或面临较大偿债压力和债务违约风险。虽然疫情后经济持续修复，但由于人民币汇率上升、国际运费和上游原材料价格上涨，部分企业经营成本快速上升，甚至出现了利润亏损，特别是小型企业竞争力弱、抗风险能力差，更容易出现债务违约。2020 年 12 月小企业 PMI 为 48.8%，低于荣枯线，而大型、中型企业 PMI 均为 52.7%，表明小微企业经营情况并不乐观，未来可能出现债务违约风险暴露。**另一方面**，信用债违约事件造成信用债风险溢价大幅上升，企业发债融资成本上升。随着 2021 年约 8.3 万亿元信用债到期，企业信用违约风险集中暴露概率上升，或带来债券市场动荡，波及其他企业发债融资，面临债务违约风险的企业或继续增加。

（二）恶化地方财政收支平衡表，增加短期债务风险

疫情冲击对地方一般公共预算收入产生较大负面影响，实施减税降费政策进一步降低了地方财政收入。2020 年全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，其中，13 个省份财政收入负增长。同时，2020 年地方一般公共预算支出 21.04 万亿元，同比增长 3.3%。在此背景下，地方政府杠杆率快速上升将加大政府潜在偿债压力。**一方面**，由于缺少未来回报率稳定的专项债项目，2020 年专项债资金大量闲置，或将提高地方政府债务风险。**另一方面**，2021 年和 2023 年地方债集中到期，仅 2021 年地方政府偿债

规模就将超过 2.5 万亿元，城投债到期、回售规模将超 3.3 万亿元。在地方政府财政收入不足情况下，债务集中到期将进一步恶化财政收支平衡情况，或使地方政府增加对隐性负债的依赖，进一步加大隐性债务违约风险。

（三）居民杠杆率上升增加偿债负担

第一，居民部门持续加杠杆将加重偿债负担，挤出居民消费。部分负债消费主体存在非理性，超过自身收入能力过度借贷；部分居民以短期消费贷获取购房首付资金，加大居民偿债风险。同时，受居民预算约束影响，住房支出增加或部分挤出居民其他消费支出。

第二，房价波动或增加居民债务风险。随着人口老龄化和年轻群体向大城市、都市圈流动和定居，不同发展水平城市的房地产市场将进一步分化，如果中西部、东北地区的部分城市房地产交易价格出现明显下降，或房屋资产收益长期偏低或下降，容易造成房贷违约，引发银行资产端坏账率上升。

四、辩证看待疫情下我国宏观杠杆率的上升

如何正确认识疫情后宏观杠杆率迅速攀升，关系到逆周期调控政策效果评价和未来宏观经济政策走向与力度。当前，中国杠杆水平在国际上处于中等水平，债务风险远低于其他新兴市场国家。同时，中国杠杆率上升的逻辑区别于欧美国家，主要受逆周期调节政策和融资模式影响。从积极作用来看，杠杆率上升发挥了保市场主体、保产业链供应链、保就业的作用，增强了金融服务实体经济能力，为疫情受控后快速复工复产、修复经济增长奠定了基础。从消极影响来看，杠杆率上升增加各部门偿债压力和违约风险。未来，要处理好稳增长和防风险的关系，稳定宏观杠杆率，健全多层次资本市场体系，提高直接融资占比。

（一）中国杠杆率水平和风险明显低于发达国家和其他新兴市场国家

尽管中国杠杆率快速上升，但从国际上来看，中国杠杆率水平一直低于主要发达国家。疫情后发达经济体实行“财政+货币”的宽松政策，债务规模上升到 2020 年 9 月末的 196.3 万亿美元，占发达国家 GDP 的 432%，较 2019 年末上升 50 个百分点，其中，美、欧、日、英的总债务规模占 GDP 比重分别为 383%、416%、633%和 510%，远高于中国疫情后 325.7%的总杠杆率水平[4]。同时，中国杠杆率虽在新兴市场中居高位，但债务风险远低于其他新兴市场国家。其他新兴市场国家外债规模较大，由于疫情冲击经济增速和债务大规模到期，2020 年新兴市场国家的政府利息支付占财政收入的 10%，预计 2021 年到期债务达 7 万亿美元，债务违约和资本流动风险增加。相比之下，中国外债规模较小、结构良好5，外汇储备充足，偿债压力较小，外债风险较低。

表 3：2018Q3-2019Q3 主要经济体杠杆率水平（%）

	家庭部门		非金融企业		政府部门		金融部门		总杠杆率		实体部门杠杆率	
	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3
全球	59.6	60.2	91.6	92.5	86	88.3	81.7	81.4	318.9	322.4	237.2	241
发达市场	72.3	72.2	90.6	91.3	107.5	109.9	109.7	109	380.1	382.4	270.4	273.4
新兴市场	38.4	40.3	93.4	94.4	49.9	52.1	34.8	35.1	216.5	221.9	181.7	186.8
美国	74.8	74.2	73	74.2	100.2	101.8	78.1	77.1	326.1	327.3	248	250.2
欧元区	57.6	57.8	108.5	107.9	98.3	100.3	123.6	122.6	388	388.6	264.4	266
日本	55.6	55.3	100.3	101.9	223.4	226.3	158.3	157	537.6	540.5	379.3	383.5
英国	83.6	83.8	82.6	81.5	100.2	110.3	176.3	178	442.7	453.6	266.4	275.6

资料来源：国际金融学会（IIF），中国银行研究院

（二）疫情下中国杠杆率快速上升的逻辑区别于欧美国家

疫情之下，中国杠杆率快速上升的内在逻辑与发达经济体明显不同。欧美应对疫情实施大规模量化宽松和负利率带来巨大债务增量。相比之下，**其一**，中国采取谨慎克制的货币财政政策，政策利率仍处正常区间，如需宽松货币政策，中国仍有降息、降准空间。**其二**，中国采取结构性宽松政策，而不是搞“大水漫灌”。逆周期调控政

[4] 注：根据 CNBS 统计结果，截至 2020 年三季度末，中国宏观杠杆率 270.1，金融部门资产方杠杆率 55.6，总杠杆率 325.7%。

[5] 注：截至 2020 年三季度，中国外债余额 2.29 万亿美元，其中，本币外债占 39%，中长期外债占比 44%，外债结构较好。

策更加注重保市场主体、保就业、保基本民生，重点、定向支持重大项目和补短板项目，加大脱贫攻坚和就业支出；坚持“房住不炒”定位，不将房地产作为短期经济刺激手段；加强对小微、民营企业的信贷支持。**其三**，在间接融资为主的模式下，非金融企业和居民部门增加融资带来杠杆率快速上升，这区别于欧美以直接融资为主的融资模式。

（三）杠杆率上升的稳增长作用突出，但也积累了金融风险，要注重稳定宏观杠杆率

疫情下中国宏观杠杆率快速上升需要一分为二来看待。一方面，杠杆率上升提高了企业应对疫情下营业中断、现金流紧张的生存能力，减少了企业破产、产业链供应链断裂、居民失业等经济社会问题。同时，逆周期调节政策以服务制造业为着力点，增强了金融服务实体经济能力。2020 年前 11 个月，金融部门对实体经济放贷增加 11.39 万亿元，较 2019 年多增长 2.13 万亿元。**另一方面**，疫情下杠杆率快速上升也将带来资产价格上涨和结构性债务风险上升。疫情冲击下，为实现稳增长造成宏观杠杆率上升有其内在必然性，但杠杆率过快会侵蚀企业利润、挤出居民消费，积累金融风险。当前，复杂国际形势和国内疫情零散反复下，经济增长仍面临较大不确定性，稳增长目标下难以实行去杠杆，相反，经济继续修复、增速反弹仍可能提升杠杆率，需要政府在稳增长基础上注意调控力度，既要避免刺激政策力度较大造成通胀风险和杠杆率过快上升，也要避免政策明显收紧影响市场预期和投资行为，带来债务风险集中暴露。

五、防范和处置各部门债务风险，健全多层次资本市场，提高直接融资占比

（一）防范和处置非金融企业债务风险

一是加强监督非金融企业信贷资金使用进度和方向，避免企业挪用信贷资金投向资本市场。**二是**有序处置企业债务违约，对资产质量较好的企业实施法制化、市场化

债转股，提高债转股资产定价市场化水平，拓宽社会资本参与债转股的渠道，加强保护社会资本权益。**三是**因企制宜实施企业清算重组。对扭亏无望但仍有发展前景的企业，要支持债权人和企业协商进行债务清算和重组。**四是**推动银行加快不良资产认定、划转和拨备计提；同时，避免企业债务违约处置中形成新风险，加强金融机构风险防控和处置。

（二）坚持“房住不炒”政策基调，落实房贷调控政策

一是坚持“房住不炒”的政策基调，引导市场情绪、稳定房价预期；相关监管部门要加强协同管理，健全房地产市场风险防范机制。**二是**银行要严格落实房地产贷款集中管理制度，优化信贷投放结构，抑制房地产相关贷款过快增长。**三是**加强居民住房保障，扩大保障性租赁住房供给，完善住房租赁市场。**四是**继续落实企业纾困和就业创业扶持政策。同时，深化收入分配改革，促进居民收入稳步提高，稳定居民杠杆率。

（三）合理控制政府新增债务规模，加强专项债发行使用管理

一是科学分析确定政府举债空间和规模，防止杠杆率过快上升。完善和落实地方债限额确定机制，专项债限额要与政府性基金收入、项目收益相匹配。**二是**对专项债发行使用进行穿透式、全过程监控，动态监测地方政府、相关管理部门等参与主体，落实支出责任。**三是**提高专项资金使用效率；加强专项债资金支出管理，防范和避免专项债资金用于政府经常性支出和商业化运作项目。四是加强常态化风险监控机制，禁止地方政府以企业债形式增加隐性债务。

（四）健全完善多层次资本市场，提高直接融资比重

稳定宏观杠杆率、降低债务风险要逐步降低间接融资占比、发展直接融资市场。现阶段资本市场优胜劣汰、优化资源配置、定价机制等功能尚不完善，未来，要加强资本市场建设。**一是**健全多层次资本市场体系，增强直接融资包容性。形成以 A 股为龙头，场内、场外多层次资本市场体系，增强功能互补、有机联系，增强资本市场满足各类企业融资需求的能力。**二是**全面实行注册制增加优质资产供给，落实退市机制

强化股市优胜劣汰，提高资本配置效率。**三是**深化利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，提高金融资产定价有效性。