



毛振华等：我国近年两轮结构性去杠杆的比较与思考



文/新浪财经意见领袖专栏作家 毛振华、袁海霞、王秋凤、汪苑晖



内容提要：

当前，以地方政府部门降杠杆为主的结构性去杠杆正有序推进。始于2016年下半年的上一轮去杠杆在推动宏观杠杆结构性去化方面取得了一定成效，在一定程度上缓释了金融风险，也为2020年疫情冲击下的再度加杠杆腾出了一定空间。在大国博弈导致外部复杂性上升并经历了新冠疫情冲击的当下，本轮结构性去杠杆所面临的环境与上一轮去杠杆已经有明显不同，因此注定其手段与着力点也将有明显不同。本文将本轮结构性去杠杆与上一轮去杠杆进行了详细比较，详细分析了两轮去杠杆在实施背景、着力点、节奏和力度等方面的异同，提示了本轮去杠杆需要关注的主要风

险点，并提出了相应的政策建议。

关键词：

宏观调控 结构性去杠杆 地方政府隐性债务

文章思维导图

我国近年两轮结构性去杠杆的比较与思考

一、金融危机以来，加杠杆和结构性去杠杆交替实施

- (一) 2008年至2016年上半年，整体以加杠杆为主
- (二) 2016年下半年至2019年，政策重心为防风险、去杠杆
- (三) 2020年，对冲疫情的稳增长政策推动短期加杠杆过程
- (四) 疫后再提“政府部门去杠杆”，是上一轮结构性去杠杆的延续与微调

二、上一轮去杠杆：以非金融企业部门尤其是国有企业为重点

- (一) 从2016年下半年开始，宏观调控政策重心转向防风险，推动去杠杆过程
- (二) 受防风险、去杠杆政策影响，宏观杠杆率增长总体放缓
- (三) 非金融企业部门杠杆率出现明显下降，国企去杠杆成效显著
- (四) 政府部门显性杠杆率总体较为平稳，隐性债务增速持续回落
- (五) “房住不炒”基调下居民部门杠杆率平稳上行

三、新一轮去杠杆：以地方政府为重点，聚焦地方政府隐性债务治理

- (一) 对防风险的关注加大，强调政府部门去杠杆
- (二) 聚焦于地方政府隐性债务治理
- (三) 预测宏观总杠杆率将呈现高位趋缓态势，广义政府部门杠杆率或将有所下降

四、本轮结构性去杠杆与上一轮去杠杆的比较

- (一) 本轮去杠杆所面临的国内外环境更加复杂
- (二) 本轮去杠杆的手段和着力点有所不同
- (三) 本轮去杠杆更需要精准施策，须更加关注“处置风险的风险”

五、结语

- (四) 本轮去杠杆的节奏或更加温和

精彩内容摘编

随着国内疫情得到有效控制，相机抉择的宏观调控政策自 2020 年下半年已开始逐步调整，从对冲疫情的超常规稳增长政策逐步向常态化回归，对风险尤其是债务风险防范的关注加大。地方政府债务风险化解是防风险的重要着力点，2021 年《政府工作报告》明确提出“稳妥化解地方政府债务风险”，3 月 15 日国务院常务会议再次强调“保持宏观杠杆率基本稳定”，新一轮结构性去杠杆工作有序推进。本轮去杠杆虽然在一定程度上延续了上一轮去杠杆整体稳杠杆、结构性去杠杆的思路，但在经济经历了新冠疫情的超常规冲击且大国博弈持续背景下，本轮结构性去杠杆面对的内外环境相较于 2016 年下半年开始的上一轮结构性去杠杆更为复杂，因此注定其手段与着力点也将有明显不同。

本轮结构性去杠杆与上一轮去杠杆的比较

(一) 本轮去杠杆所面临的国内外环境更加复杂

上一轮去杠杆时，全球经济与中国经济均稳中向好，内外环境为政策调整提供了窗口。本轮则处于受疫情冲击后，全球经济低迷，国内经济尚未完全修复的阶段。国内经济改革与国际关系超预期调整交织下，内外风险交织积聚，此轮去杠杆将面临内外双重压力。从国内的角度看，中国经济正逐渐从疫情的阴影中走出，经济处于逐渐复苏，货币工具逐步退出与经济转型发展的交错重叠的阶段，但疫情冲击导致的经济损失尚未完全得到弥补。从国际经济来看，未来一段时间内，中国经济发展也面临地缘政

治冲突、全球化重构等不确定性因素增加的复杂环境，疫情重创下的世界经济仍呈现低迷的态势，国际经济协作的走势和格局依旧不明朗。

(二) 本轮去杠杆的手段和着力点有所不同

经济运行态势不断变化，宏观政策也需要适时调整。事实上，上一轮去杠杆的着力点也呈现出动态调整的过程：2017 年以金融机构去杠杆为主，货币政策稳健中性、边际收紧，银政保多管齐下推动金融监管趋严，以此带动宏观杠杆率改善；2018-2019 年，在经济下行压力加大、外部不确定性抬升背景下，政策边际调整，去杠杆从金融领域转向实体经济部门，从去杠杆逐渐转向稳杠杆，以地方政府与国有企业为重点。经历过新冠疫情的冲击后，本轮去杠杆所面临的环境又有了新的变化：一方面，2018 年制定的国有企业资产负债率较 2017 年回落 2 个百分点的政策目标已经超额完成，且受疫情冲击导致的企业资产负债表尚未完全修复，生产经营面临的压力依然较为突出，加杠杆受到制约，非金融企业部门去杠杆的紧迫性有所降低，反而需要警惕非金融企业部门杠杆率的过快回落导致的“债务—通缩”风险；另一方面，2020 年为应对疫情冲击的“宽信用”政策使得

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32918

