管涛：市场需要更多改善现金流的增量纾困政策

意见领袖丨管涛

要点

过去三年来国内外疫情扩散此起彼伏，市场不确定性增加，国内企业和住户现金流受损，这是当前市场不愿借、银行不敢贷的重要原因。从更长远来看，此种情形下，民间继续加杠杆，还可能侵蚀企业和家庭财务健康状况。这意味着未来企业和住户要用较长时间来修复其资产负债表，进而拖累疫后中国经济恢复进度。因此，当务之急，要贯彻落实 6 月 1 日国务院常务会议精神，各地方各部门加快稳经济一揽子政策措施落地生效，让市场主体和人民群众应知尽知、应享尽享。同时，还应该谋划出台更多帮助企业和家庭特别是受疫情冲击较大的中小微企业和困难人群改善现金流的超常规增量政策措施。

2020 年新冠肺炎疫情暴发之初，国际货币基金组织（IMF）总结，疫

https://www.yunbaogao.cn

情下市场主体面临流动性和偿付能力的压力，针对流动性问题可考虑低息贷款和还款支付延期等举措，解决偿付压力则需要政府补贴和直接转移支付。美联储主席鲍威尔也曾表示，美联储的贷款可以帮助借款人度过流动性危机，但随着经济复苏的时间拉长，流动性问题可能会演变成偿付能力问题。疫情下，有偿债能力的借款人可以从各项贷款计划中受益，但许多市场主体需要直接的财政支持而非难以偿还的贷款。

2022 年，受疫情多发和俄乌冲突等超预期因素影响，中国经济遭遇新的下行压力，困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲击时还大。4 月 29 日，中央政治局会议强调疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，提出加大宏观政策调节力度，抓紧谋划增量政策工具。5 月 23 日，国务院常务会议部署六个方面 33 项措施，努力推动经济回归正常轨道。5 月 25 日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，指出当前正处于决定全年经济走势的关键节点，部署抓紧落实落细前述稳经济一揽子措施，保护中国经济韧性。5 月 31 日，国务院专门就此印发通知，提出了具体政策措施及分工安排，要求确保及时落实到位。相信，随着这些措施落地生效，将有助于促进经济回归正轨。然而，为进一步巩固和提升稳增长的政策效果，笔者以为，还应谋划出台更多改善企业和住户偿付能力的增量政策措施。

新冠疫情以来中国民间居民和企业部门加杠杆较多

根据国际清算银行可比口径的统计数据，疫情大流行以来，中国宏观

https://www.yunbaogao.cn

杠杆率上升相对 2008 年金融危机应对保持了相对克制。2020 年初~2021 年 9 月底，中国非金融部门杠杆率累计上升 21.7 个百分点，相当于 G20（二十国集团）平均升幅的 1.03 倍；2008 年金融危机爆发后的 2009 年初~2019 年底，中国杠杆率累计上升 124.1 个百分点，相当于同期 G20 平均升幅 3.16 倍的水平（见表 1）。

表 1：两次危机主要经济体宏观杠杆率变动及其构成（单位：个百分点；%）

		2009 年初至 2019 年底		2020 年初至 2021 年三季度末	
		杠杆率变化（个百分点）	贡献率	杠杆率变化（个百分点）	贡献率
非金融企业部门	G20	16.8	42.7%	6.5	31.0%
	发达经济体	4.8	16.2%	4.0	21.6%
	美国	3.6	22.0%	5.0	20.0%
	新兴市场	45.2	49.3%	9.2	38.0%
	中国	56.2	45.3%	5.4	24.9%
居民部门	G20	0.5	1.3%	3.3	15.7%
	发达经济体	-2.6	-8.8%	2.0	10.8%
	美国	-21.0	-128.0%	3.2	12.8%
	新兴市场	23.7	25.9%	5.3	21.9%
	中国	37.6	30.3%	6.1	28.1%
政府部门	G20	22.0	56.0%	11.2	53.3%
	发达经济体	27.5	92.6%	12.5	67.6%
	美国	33.8	206.1%	16.8	67.2%
	新兴市场	22.7	24.8%	9.7	40.1%
	中国	30.3	24.4%	10.2	47.0%
非金融部门	G20	39.3	100.0%	21.0	100.0%
	发达经济体	29.7	100.0%	18.5	100.0%
	美国	16.4	100.0%	25.0	100.0%
	新兴市场	91.6	100.0%	24.2	100.0%
	中国	124.1	100.0%	21.7	100.0%

资料来源：国际清算银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

与上次危机相比，中国政府部门在这次疫情应对中更加慷慨。2020

https://www.yunbaogao.cn

年初~2021 年 9 月底，中国居民部门杠杆率上升 6.1 个百分点，贡献了同期宏观杠杆率升幅的 28.1%，较 2009 年初~2019 年底贡献率回落 2.2 个百分点；非金融企业部门杠杆率上升 5.4 个百分点，贡献率为 24.9%，回落了 20.4 个百分点;政府部门杠杆率上升 10.2 个百分点,贡献率为 47.0%，上升了 22.6 个百分点（见表 1)。

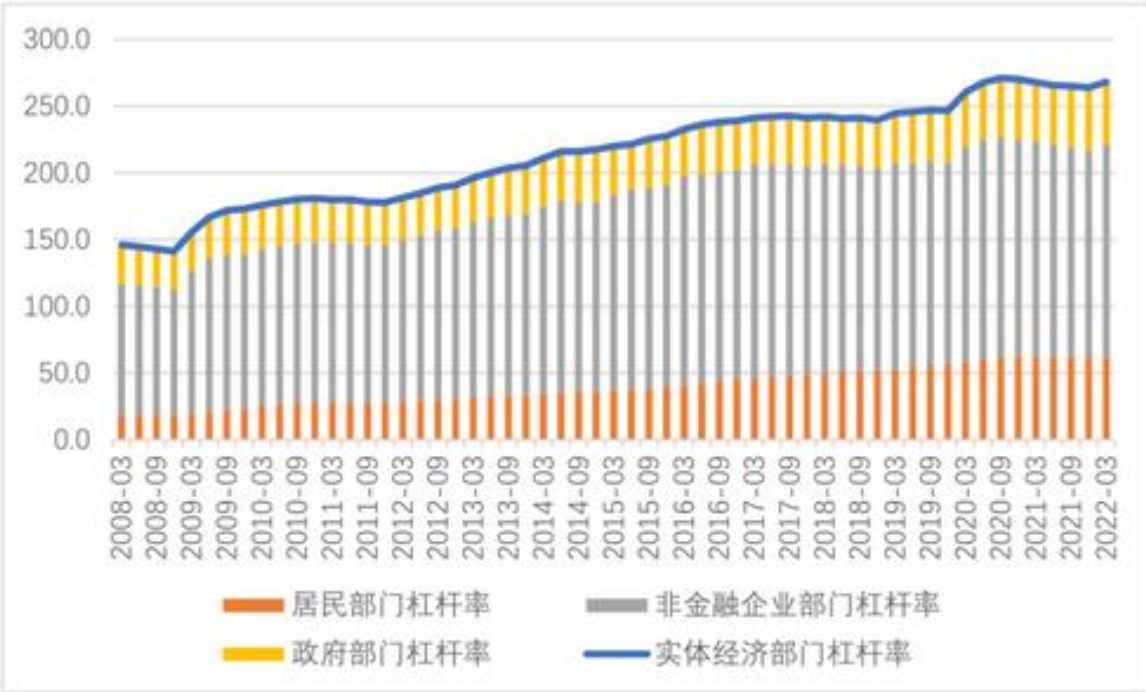
不过，与其他主要经济体相比，中国居民部门在这次疫情应对中加杠杆程度相对较高而政府部门依然较低。2020 年初~2021 年 9 月底，中国居民部门杠杆率上升 6.1 个百分点，是主要经济体中升幅最高的，但政府部门杠杆率仅上升 10.2 个百分点，略低于 G20 平均上升 11.2 个百分点的水平，高于新兴经济体平均上升 9.7 个百分点，却低于发达经济体平均上升 12.5 个百分点。同期,中国宏观杠杆率的上升,政府部门贡献了 47.0%，低于 G20 平均 53.3%、发达经济体平均 67.6%的水平，高于新兴经济体 40.1%的水平（见表 1)。

拉长时间看，2008 年危机以来，中国民间部门加杠杆更多，而发达经济体则是民间特别是居民部门降杠杆、政府部门加杠杆。2009 年初~2021 年 9 月底，中国居民部门杠杆率上升 43.2 个百分点，贡献了同期宏观杠杆率升幅的 29.8%；非金融企业部门杠杆率上升 61.9 个百分点，贡献率为 42.5%；政府部门杠杆率上升 40.3 个百分点，贡献率为 27.8%。同期，发达经济体居民部门杠杆率下降 1.8 个百分点，对宏观杠杆率上升为负贡献 3.4%；非金融企业部门杠杆率上升 9.9 个百分点，贡献率为 18.6%；政府

部门杠杆率上升 45.1 个百分点，贡献率为 84.8%（见表 1）。

根据中国社科院编制的国家资产负债表数据，2009 年初~2022 年 3 月底，中国非金融部门宏观杠杆率累计上升 127.0 个百分点，其中，居民部门上升 44.2 个百分点，贡献了 34.8%；非金融企业部门上升 63.7 个百分点，贡献了 50.2%；政府部门上升 19.1 个百分点，仅贡献了 15.0%（见图 1）。其发展趋势与国际清算银行口径的数据基本一致。

图 1：中国社科院版实体经济部门杠杆率及其构成（单位：%）

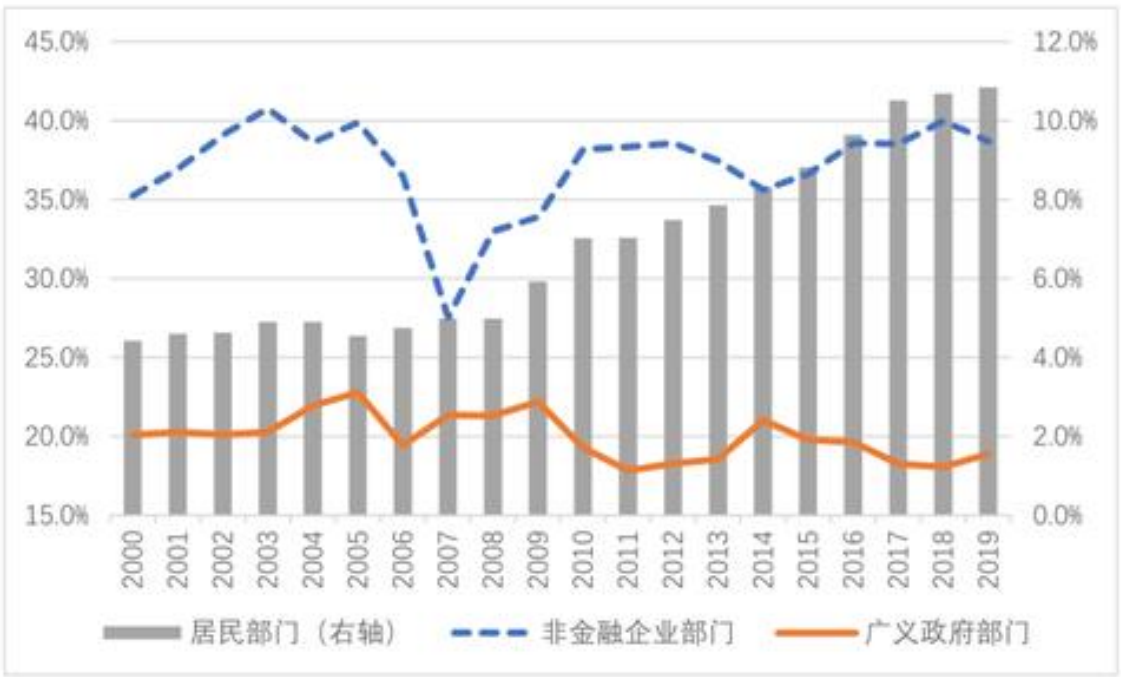


资料来源：国家资产负债表研究中心；WIND；中银证券

宏观杠杆率是用债务存量比 GDP 流量，不具有完全的可比性。然而，即便用存量比存量，即从资产负债率来看，也不影响上述结论。根据社科院口径的最新数据，到 2019 年底，中国居民部门资产负债率较 2008 年底

上升 5.9 个百分点，非金融企业部门上升 5.7 个百分点，而政府部门下降了 2.4 个百分点（见图 2）。可以合理推测，2020 年以来，相关部门资产负债率延续了这种发展态势。

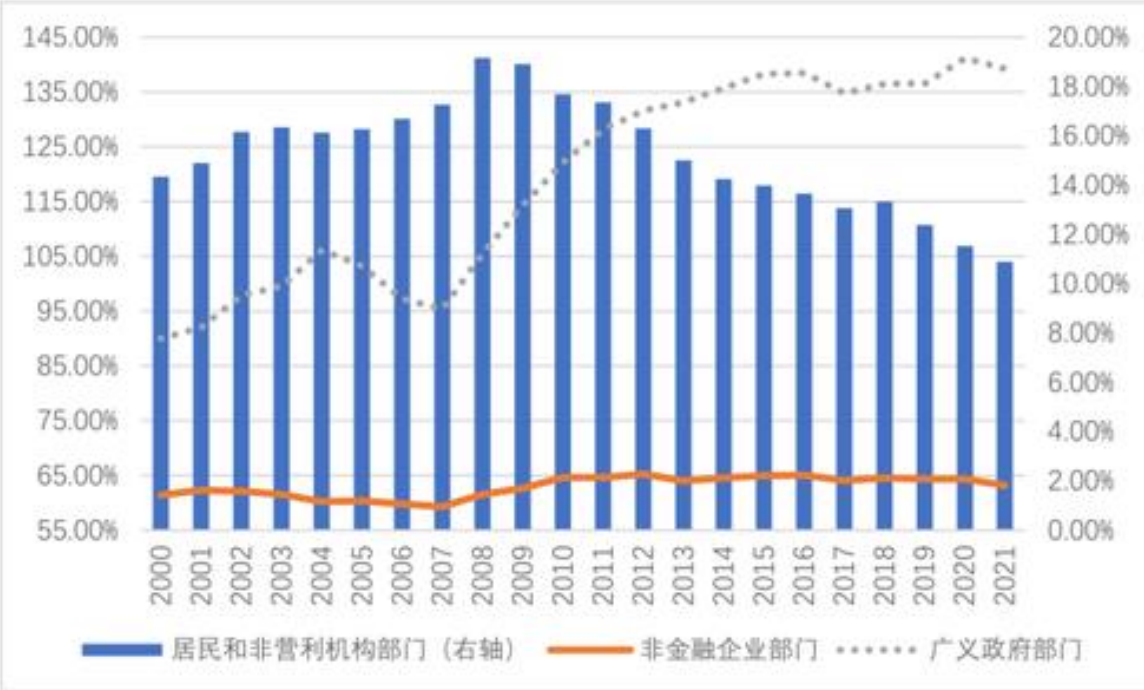
图 2：中国分部门资产负债率（社科院版）（单位：%）



数据来源：社科院国家资产负债表研究中心；WIND；中银证券

美国分部门的资产负债率变化与中国相反。根据美国经济分析局编制的国家资产负债表数据，2009 年初~2021 年底，美国居民和非营利机构部门资产负债率下降 8.3 个百分点，非金融企业部门上升 1.6 个百分点，而政府部门上升了 33.7 个百分点，其中 2020 年初~2021 年底分别下降 1.5、1.1 和上升 2.6 个百分点（见图 3）。

图 3：美国分部门资产负债率（单位：%）



数据来源：美国经济分析局；WIND；中银证券

凭澜观涛

政策如何取长补短

2022 年一季度，中国总体实现了经济平稳开局。但 3 月份以来，国内疫情反弹叠加俄乌冲突风险外溢、美联储加速紧缩，导致中国经济循环不畅，4 月份就业、工业生产、用电货运等指标明显走低，市场主体特别是中小微企业、个体工商户生产经营困难增多。根据统计局发布的消费者

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_42644