



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶
刘磊

2024 年 1 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度2月份发布。

为“名义”而战：当前问题关键在于名义经济增长

——2023 年度中国杠杆率报告

摘 要

- 2023 年宏观杠杆率大幅攀升。一方面，实体经济部门总债务全年同比增长 9.8%，其中居民部门和企业部门同比增长 6.9%和 9.1%，在较低水平徘徊。另一方面，宏观杠杆率全年上升 13.5 个百分点，从 2022 年末的 274.3%上升至 287.8%，上升幅度超过了 2022 年。名义经济增速放缓是这一数据矛盾的主要原因。2023 年名义 GDP 增速进一步滑落到 4.6%，一般物价水平负增长。
- 政府杠杆率全年上升 5.3 个百分点，由 2022 年末的 50.6% 上升至 55.9%。中央政府债务新增超过 4 万亿元，地方政府债务新增 5.7 万亿元，政府债务同比增速达到 15.7%，超过之前两年的表现，也比居民与企业部门债务增速高出很多，是非常“给力”的部门。
- 展望 2024 年，宏观杠杆率仍将继续上升。假设全社会债务增速保持在 10%，名义 GDP 增速达到 6%-7%，则宏观杠杆率上升幅度不到 10 个百分点；如果债务增速 10%，名义 GDP 增速只有 5%，则杠杆率增幅会达到 14 个百分点，全年宏观杠杆率将超过 300%。为名义 GDP 而战至为关键。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社科院金融研究所
所长

国家金融与发展实验室
主任

● 刘磊

国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中心
秘书长

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、总判断：债务扩张有限，宏观杠杆率大幅攀升	1
二、分部门杠杆率分析	4
（一）居民杠杆率小幅上升	4
（二）非金融企业杠杆率持续两年大幅上升	8
（三）政府部门杠杆率较快上升	15
（四）金融杠杆率上升	17
三、宏观杠杆率趋势与政策展望	18
（一）宏观杠杆率趋势	18
（二）以名义 GDP 增长率为锚	19
（三）政策建议	19

一、总判断：债务扩张有限，宏观杠杆率大幅攀升

2023 年第四季度宏观杠杆率上升 0.2 个百分点，从三季度末的 287.6% 上升至 287.8%。其中，居民部门杠杆率下降了 0.6 个百分点，从三季度的 64.1% 降至 63.5%；非金融企业部门杠杆率下降了 1.3 个百分点，从三季度末的 169.7% 下降至 168.4%；政府部门杠杆率上升了 2.1 个百分点，从三季度末的 53.8% 增长至 55.9%。M2/GDP 下降了 1.1 个百分点，从三季度末的 233.0% 降至 231.9%；社融存量/GDP 上升了 0.2 个百分点，从三季度末的 299.7% 升至 299.9%。

全年来看，宏观杠杆率共上升了 13.5 个百分点，四个季度分别上涨了 8.8、1.5、3.0 和 0.2 个百分点；居民部门杠杆率共上涨了 1.3 个百分点，四个季度分别上升了 1.4、0.2、0.3 和 -0.6 个百分点；非金融企业杠杆率共上升了 6.9 个百分点，四个季度分别上升了 6.3、0.8、1.1 和 -1.3 个百分点；政府部门杠杆率共上升了 5.3 个百分点，四个季度分别上升了 1.1、0.5、1.6 和 2.1 个百分点。

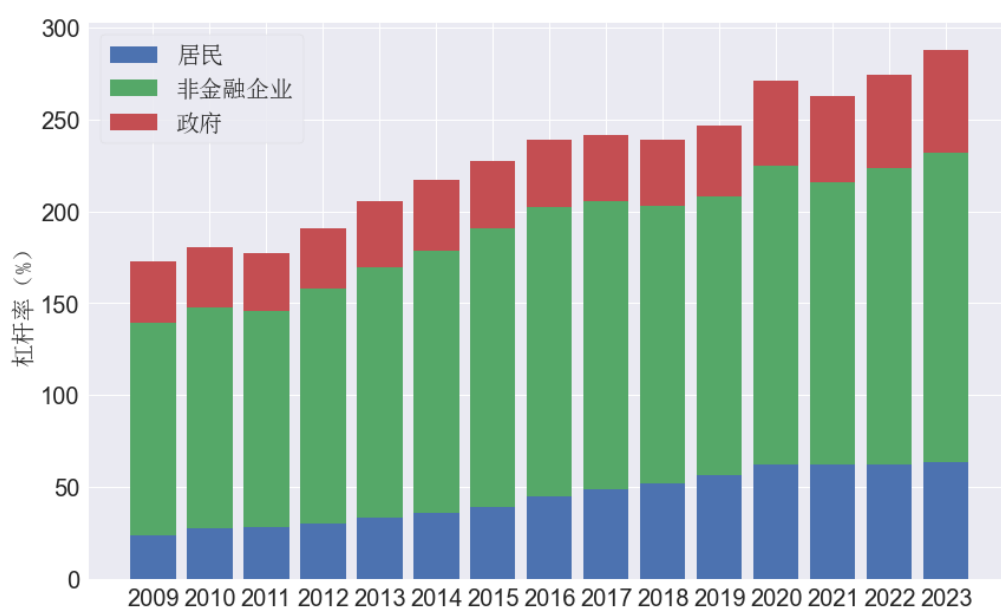


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

注：2022 年名义 GDP 由初步核算的 1210207 万亿调降至 1204724 万亿元，由于国家统计局并未公布 2022 年四个季度中具体每个季度的调降规模，而每个季度的名义 GDP 规模会影响到我们对 2022 年和 2023 年前三季度的宏观杠杆率估算结果。为简化起见，我们将 2022 年全年 GDP 的调降规模都假设为在第四季度增加值的调降。2022 年四季度的名义 GDP 原值为 335507.9 万亿元，调整后的规模为 330024.7 万亿元。由于 2022 年四季度的名义 GDP 规模会影响到 2022 年四季度到 2023 年第三季度的宏观杠杆率估算结果，因此本报告也调整了过去四

个季度宏观杠杆率的估算结果，与之前的报告有微小偏差。

实体经济债务增速与 2022 年基本持平，全年同比增长了 9.8%，处于历史上较低水平。其中居民、企业和政府的债务同比增速分别为 6.9%、9.1%和 15.7%。居民债务增速虽较上一年有所恢复，但仍然较低；企业部门债务增速不见起色；只有政府部门维持在较高位置。

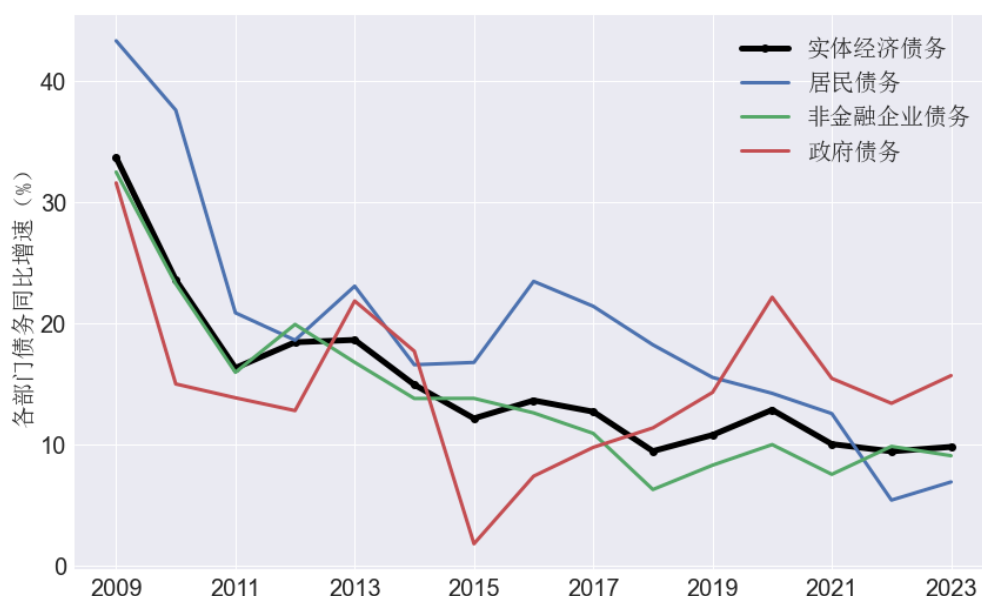


图 2 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

尽管总体债务增速较低，私人部门缺乏加杠杆意愿（有的也缺乏能力），但宏观杠杆率仍然大幅上升。在三季度报告中，我们预计四季度宏观杠杆率水平走稳甚至出现微弱下降，最终结果是宏观杠杆率仍然上升了 0.2 个百分点。原因在于名义经济增速低于预期。

2023 年实际 GDP 增长了 5.2%，完成全年目标，但名义 GDP 仅增长了 4.6%，相比 2022 年进一步下降。2022 年名义 GDP 的初步核算数显示同比增长了 5.3%，是 1990 年以来的次低位，仅高于 2020 年。而最新调整后的数据显示 2022 年名义 GDP 仅同比增长了 4.8%。2023 年的名义 GDP 在 2022 年下调了基数的基础上增速进一步下滑，再创新低（除 2020 年外）。

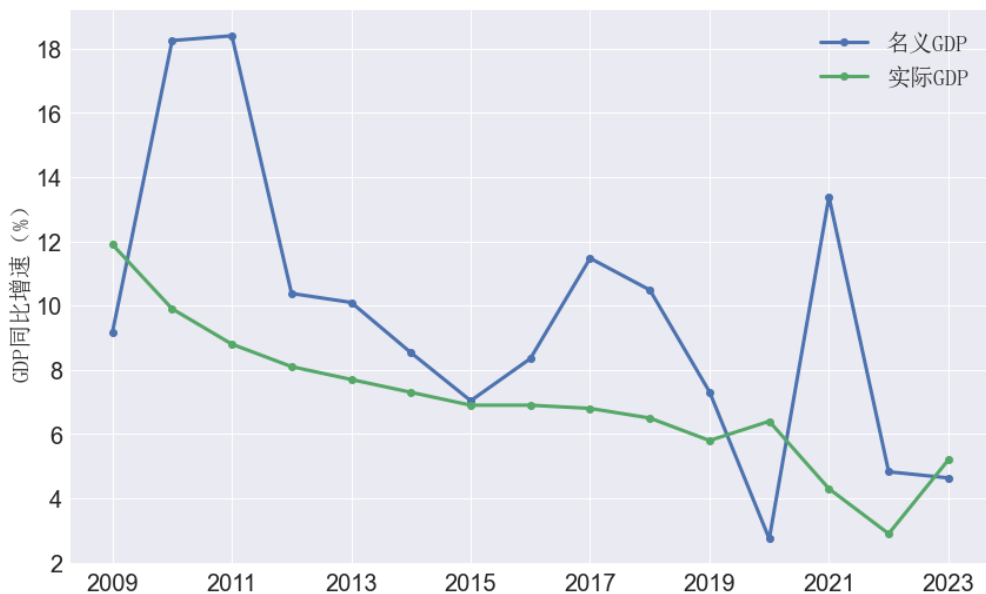


图3 实际与名义GDP同比增速

资料来源：国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

名义GDP是一个国家经济体量的直接衡量指标，也是宏观杠杆率的分母。当经济增长不能体现在名义GDP的增长上，无论实际增速如何恢复，宏观杠杆率都会承受较大的上升压力。在当前阶段，我们很难将债务增速再进一步压降。10%以下的债务增长已经表现出私人部门融资需求不足，消费和投资支出也都受到影响。债务增速进一步下降将会对宏观总需求造成更为严重的影响。稳杠杆的正解只能是扩大有效需求，提高名义GDP增长率。

名义经济增速与实际经济增速之间的缺口是价格因素。2023年全年的GDP缩减指数为-0.6%（名义GDP同比4.6%减去实际GDP同比5.2%），且自二季度开始持续为负。消费者价格指数CPI全年同比增长了0.2%，生产者价格指数PPI全年同比增速为-3.0%。从年度的一般价格水平来看，本世纪GDP缩减指数小于0的年份仅发生过3次，分别是2009年（-0.2%）、2015年（-0.002%）和2023年（-0.6%）。可见，当前的需求侧压力非常之大。能否顺利拉动有效需求是决定未来几年宏观杠杆率走势的关键。

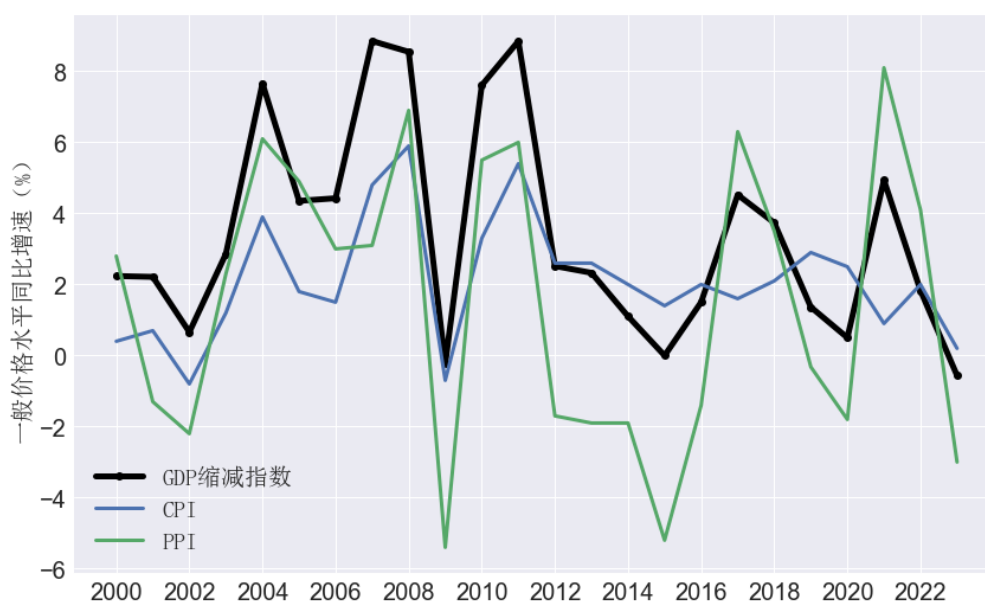


图4 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

过去4年，宏观杠杆率的年度增幅分别为24.3、-8.1、11.5和13.5个百分点，相比于2019年末，宏观杠杆率一共增长了41.2个百分点。尽管私人部门资产负债表修复、主动去杠杆、公共部门债务规模温和增长、总债务规模增速处于历史低位，但宏观杠杆率仍在大幅上升，原因即在于名义GDP增速下滑较多。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率小幅上升

2023年四季度居民部门杠杆率下降了0.6个百分点，从三季度末的64.1%下降至63.5%；全年居民杠杆率共上升了1.3个百分点，四个季度的增幅分别为1.4、0.2、0.3和-0.6个百分点。居民杠杆率已经连续四年稳定在60%至65%的区间。经济增速下滑的同时，居民债务增长也在下滑，使得居民杠杆率基本保持稳定。居民资产负债表的最大特征是“资产负债表修复”，随着收入增长预期的减弱而主动降低负债，并提高资产中的存款占比，降低资产中的风险资产占比。

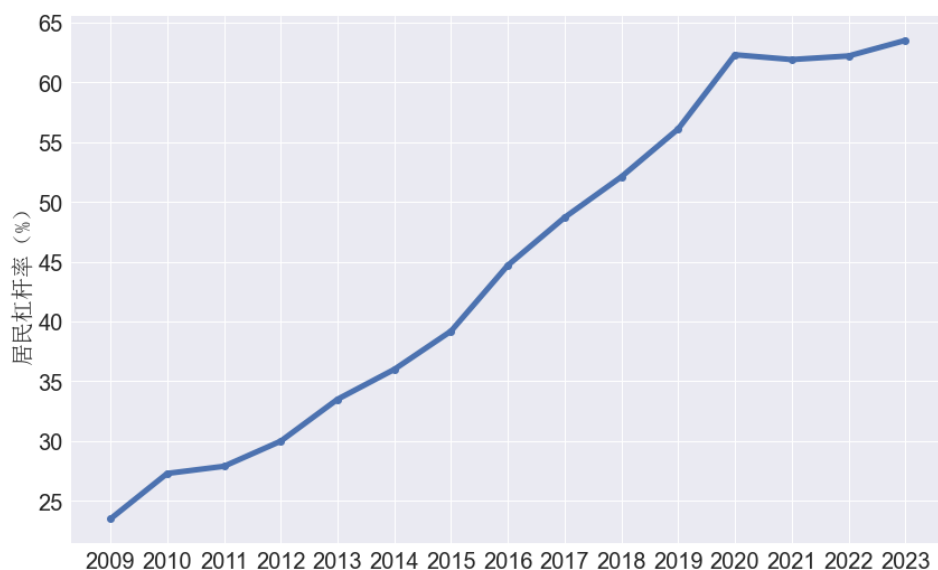


图5 居民部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 住房贷款负增长

2023 年前三个季度居民住房贷款同比增速分别为 0.3%、-0.8%和-1.29%，我们测算四季度的增速在-0.7%左右。居民住房贷款已经连续三个季度出现负增长。我们估算居民消费贷款（除住房外）全年增长了 12.6%，经营性贷款全年增长了 17.2%，全部居民贷款增长了 6.9%。随着经营性贷款增速不断领先于消费贷和房贷，经营性贷款在居民全部债务中所占比例也不断上升，从 2019 年末的 20.6% 上升到 2023 年末的 27.7%。经营性贷款是近年来居民加杠杆的主要方式。

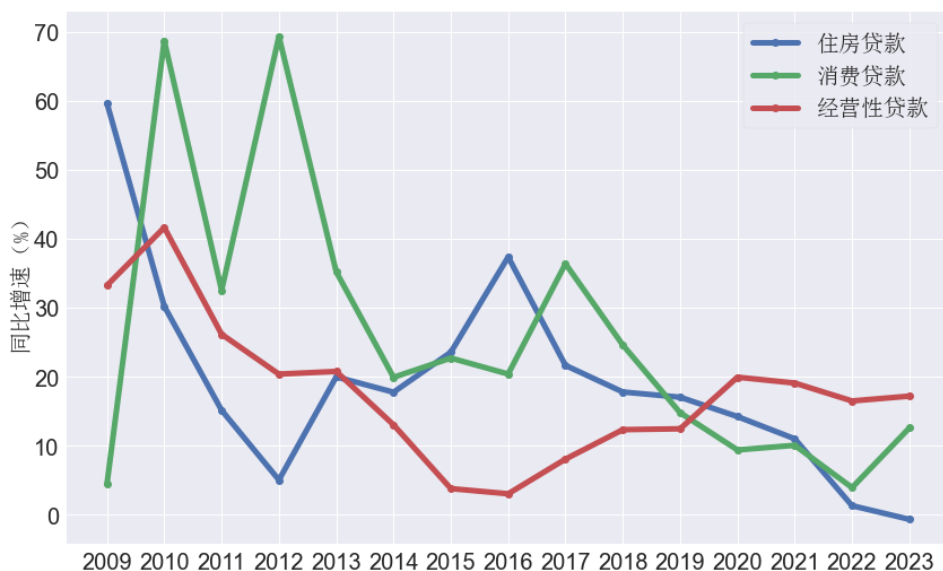


图6 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

居民住房交易量下降是住房贷款负增长的直接原因。2023 年房地产交易规模在 2022 年较低基数的基础上进一步下降，一线城市全年仅成交了 30.9 万套商品房，二线城市全年成交了 30.4 万套商品房。一、二线城市的商品房成交规模已经降至 2012 年以来的最低点。2020 年以来，商品房成交仅在 2020 年二季度至 2021 年四季度出现了一年半时间的短暂反弹，自 2022 年一季度开始交易量骤减且持续低迷。一线城市住宅价格也在 2023 年同比负增长，三线城市住宅价格已经持续两年同比负增长，只有二线城市住宅价格略有增长。

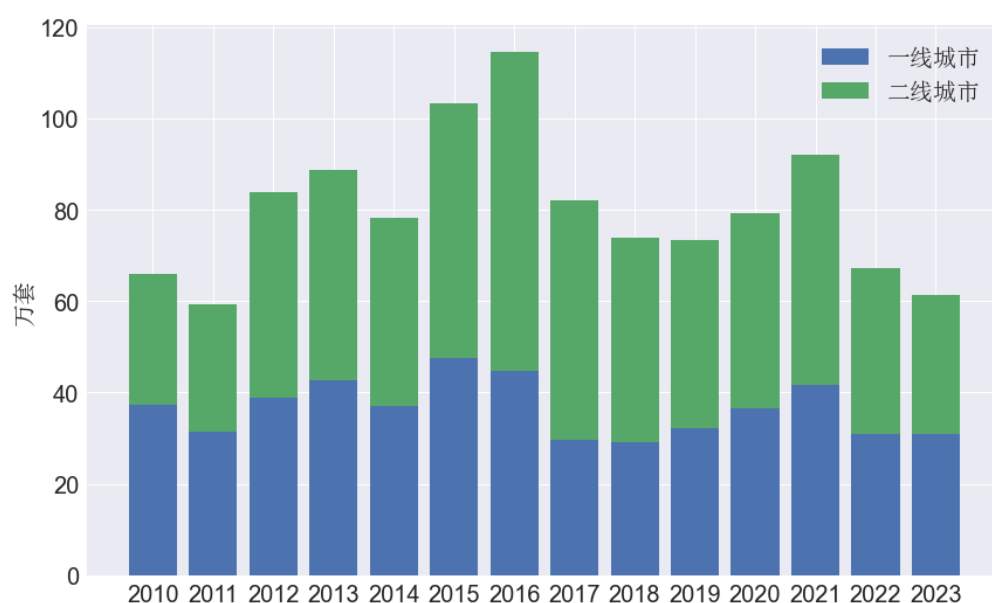


图 7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民权益性资产负增长

房地产价格下降以及商品房交易规模下降对居民的住房资产规模也产生了较大影响。由于缺乏 2023 年数据，我们仅以 2022 年数据进行分析。根据我们的估算，2022 年末的居民部门非金融资产（以居民住房资产为主）相比 2021 年末有所下降，从 2021 年末的 287.1 万亿元下降到 2022 年末的 286.8 万亿元。根据人民银行公布的数据，2022 年末居民持有的股票资产从 2021 年末的 28.3 万亿元下降到 23.9 万亿元；居民持有的证券投资基金份额从 2021 年末的 82.0 万亿元下降到 80.8 万亿元；居民持有的其他（净）资产（主要以权益类资产为主）从 2021 年末的 32.5 万亿元下降到 32.0 万亿元。基于较为低迷的市场表现，我们预计 2023 年居民部门的这些类权益性资产很可能在 2022 年的基础上继续下降，居民部门

的权益类资产受损，且出现绝对规模的下降。

居民风险权益类资产下滑有两个重要原因。一是资产价格水平的下降，包括住房价格、股票价格，以及由于企业未来现金流预期折现出的各类股权价值下降。二是居民储蓄增幅下滑。2023 年居民人均可支配收入为 39218 元，同比增长了 6.3%；人均消费为 26796 元，同比增长了 9.2%。可支配收入增速大幅低于消费的增速，导致人均储蓄的增幅下降，全年仅同比增长 0.6%。居民储蓄率已降至 31.7%的水平，将近 70%的可支配收入都用于消费，还有相当一部分可支配收入要被用于偿还之前贷款的本金与利息，居民财富积累的速度大幅下降。居民在减小负债增速的同时，资产积累的速度也在下降。

需要说明的是，根据国民经济核算数据，2022 年中国居民可支配收入约为 71.5 万亿元，居民消费为 44.8 万亿元，居民储蓄为 26.7 万亿元。如果 2023 年居民储蓄增速为 0.6%，则 2023 年居民储蓄约为 26.9 万亿元。储蓄规模的增幅虽然变小，但其绝对规模仍然是比较大的。居民储蓄使得居民净资产仍然在不断积累，而由于价格因素影响，居民权益性资产价值下降的规模远小于居民储蓄导致其净资产增加的规模。

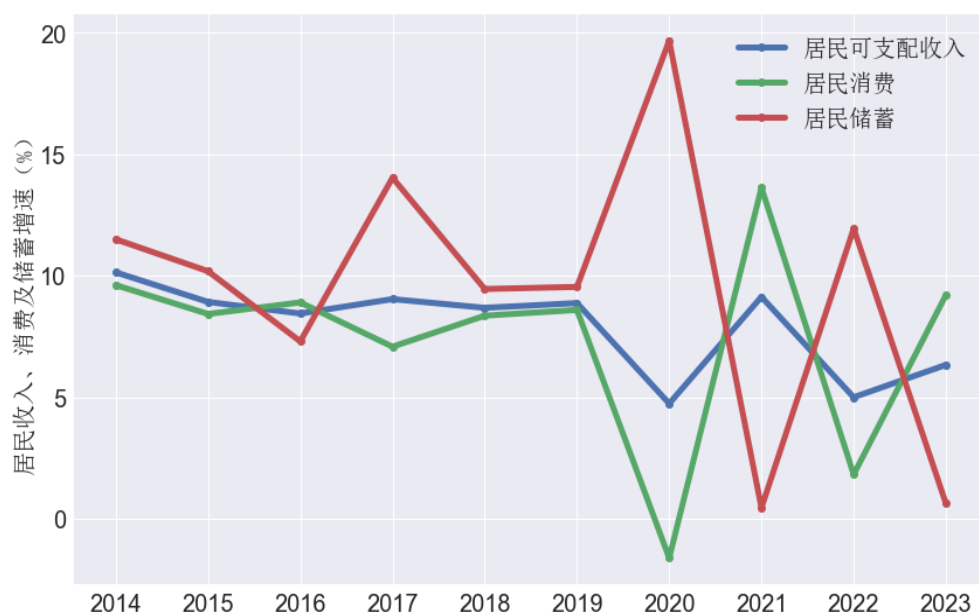


图 8 居民可支配收入、消费支出及储蓄的增速

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

3. 居民存款继续大幅增长

与风险权益类资产负增长形成鲜明对比，2023 年居民存款继续大幅上涨。2023 年末居民存款规模已经达到 137.9 万亿元，相比 2022 年末增长了 16.7 万亿元。2022 年全年居民存款大幅增长了 17.9 万亿元，我们在 2022 年的宏观杠杆率年度报告中详细分析了居民新增存款大幅增长的原因是“银行购入政府债券的增加和影子银行信用创造的减弱”，并预测未来数年居民新增存款大幅上升将成为常态。货币金融环境的相对宽松，最终一定会以存款资产的形式体现在居民资产负债表中。居民资产负债表结构也发生了较大变化，安全资产占比提升，风险资产占比下降。

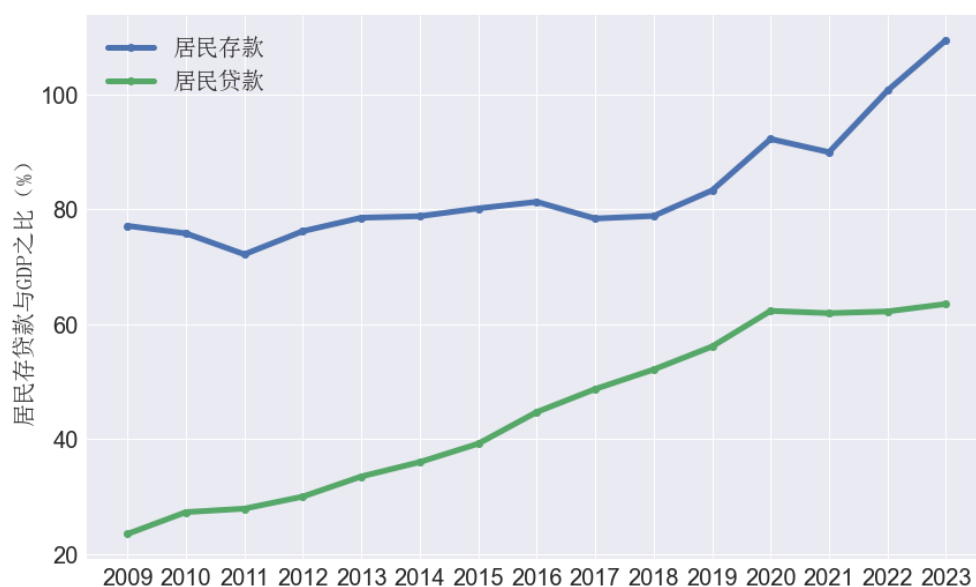


图 9 居民部门存贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

（二）非金融企业杠杆率持续两年大幅上升

2023 年四季度非金融企业部门杠杆率下降了 1.3 个百分点，从三季度末的 169.7%下降至 168.4%；全年企业杠杆率共上升了 6.9 个百分点，四个季度的增幅分别为 6.3、0.8、1.1 和-1.3 个百分点。

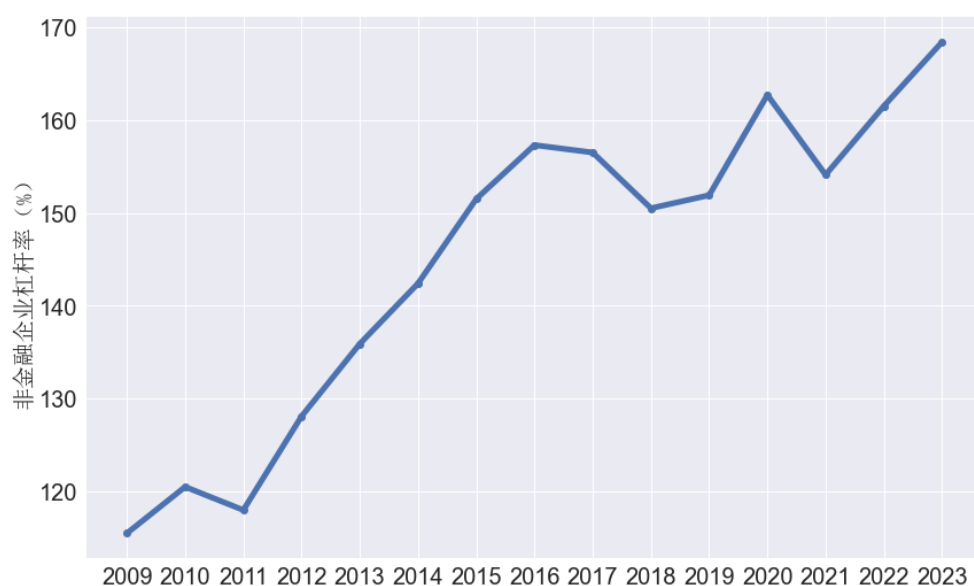


图 10 非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 利率水平稳中有降，流动性充裕

政策利率是央行货币政策立场的最直接体现。2023 年，央行 7 天逆回购利率分别在 6 月和 8 月进行了两次降息，从年初的 2%降低到 1.8%；1 年期中期借贷便利（MLF）利率也分别在 6 月和 8 月进行了两次降息，从年初的 2.75%降低到 2.5%；1 年期贷款市场报价利率（LPR）分别在 6 月和 8 月进行了两次降息，从年初的 3.65%降低到 3.45%；5 年期贷款市场报价利率（LPR）也在 6 月进行了一次降息，从年初的 4.3%降低到 4.2%。2019 年以来，央行公开市场操作 7 天逆回购利率共调降了 7 次，降低了 75 个基点；1 年期 MLF 利率共调降了 7 次，降低了 80 个基点；1 年期 LPR 利率共调降了 10 次，降低了 86 个基点。

表 1 政策利率和 LPR 的年度走势

		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
7 天逆回购	年末利率	2.55%	2.5%	2.2%	2.2%	2%	1.8%
	降幅		5bp	30bp	0bp	20bp	20bp
1 年期 MLF	年末利率	3.3%	3.25%	2.95%	2.95%	2.75%	2.5%
	降幅		5bp	30bp	0bp	20bp	25bp
1 年期 LPR	年末利率	4.31%	4.15%	3.85%	3.8%	3.65%	3.45%
	降幅		16bp	30bp	5bp	15bp	20bp
5 年期 LPR	年末利率		4.8%	4.65%	4.65%	4.3%	4.2%
	降幅			15bp	0bp	35bp	10bp

数据来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

央行不断下调利率，体现出较为宽松的货币政策立场，目标是降低实体经济融资成本，鼓励居民和企业部门提高融资和投资的需求，拉动经济增长，是坚持逆周期调节的体现。央行降息同时也降低了实体经济的债务负担，意图缓解居民部门的房地产债务压力、政府部门的隐性债务压力，为提振地产需求和坚持化解地方隐性债务助力。

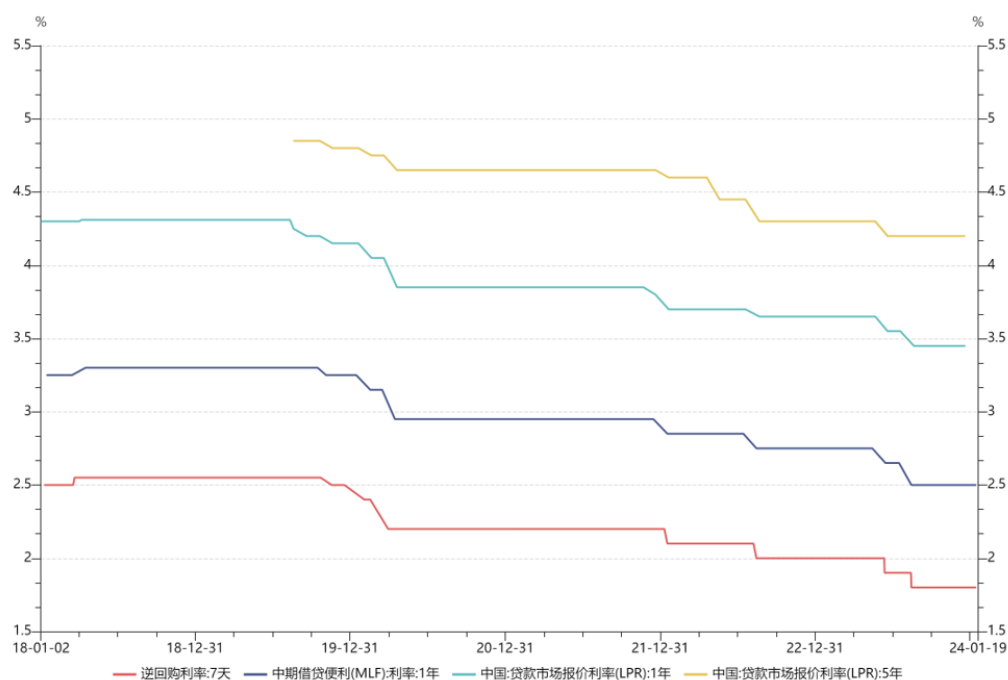


图 11 政策利率

数据来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

在央行较为宽松的货币政策立场和不断下调的政策利率下，实体经济融资成本也在不断下降。从2020年二季度到2023年三季度，企业名义贷款利率从4.64%下降到3.82%，共下降了82个基点。当前，企业部门的贷款平均利率略高于1年期LPR利率，远低于5年期LPR利率。以PPI指数来折算企业贷款的实际利率，假设2020年价格指数设定为1，则2020年四季度企业贷款名义利率为4.63%，实际利率也为4.63%；2021年四季度企业贷款名义利率为4.57%，实际利率为4.23%；2022年四季度企业贷款名义利率为3.97%，实际利率为3.53%；2023年三季度企业贷款名义利率为3.92%，实际利率为3.59%。受价格因素的影响，2023年的实际利率相比2022年稍有提升，但相比于2020年和2021年仍有大幅下降。对企业来说，借款成本处于非常低的水平，政策上鼓励企业部门加杠杆融资并进行投资。

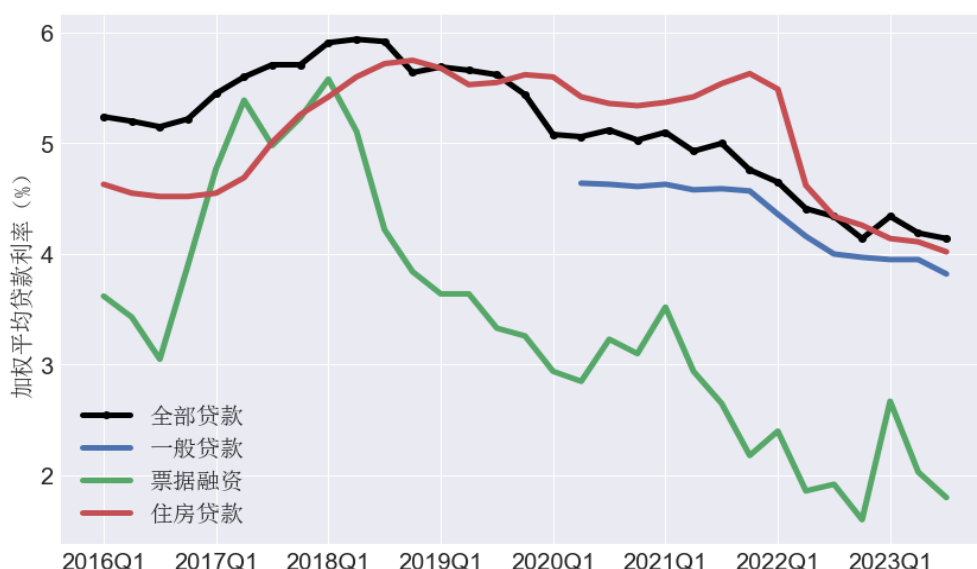


图 12 加权平均贷款利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 负债端：企业债务增速下降

尽管利率不断下行，企业融资需求依然不足。2023 年企业部门债务同比增长 9.1%，相比 2022 年有所下降。其中，企业债券同比仅增长了 0.3%。在经济放缓、企业收入减速的环境下，债券违约事件增加，企业债评级下降，债券市场对企业债的需求减弱。同时，企业本身的融资意愿也不足，也没有通过发行债券进行融资的动机，由此导致企业债券融资规模增速大幅放缓。企业贷款存量规模同比上升了 12.7%，增长速度相比 2022 年也有所下降。考虑到在资金成本下降

且银行放贷压力较大的情况下，部分贷款并不能真实反映企业融资需求，企业贷款增长有部分虚高的成分。

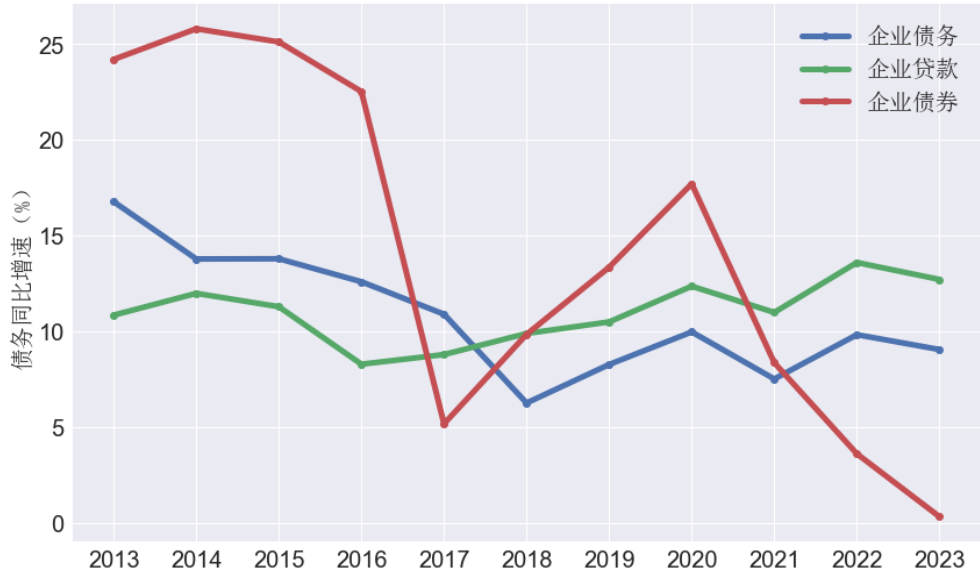


图 13 非金融企业债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

企业表外融资存量规模与 2022 年末基本持平。2023 年全年，信托贷款增长了 1500 亿元，委托贷款增长了 300 亿元，未贴现银行承兑汇票下降了 1700 亿元，三者加总仅上升了 100 亿元。过去两年企业表外融资规模的季度变动已经非常小，监管方对企业部门表外融资的限制下降，企业表外融资规模基本稳定。

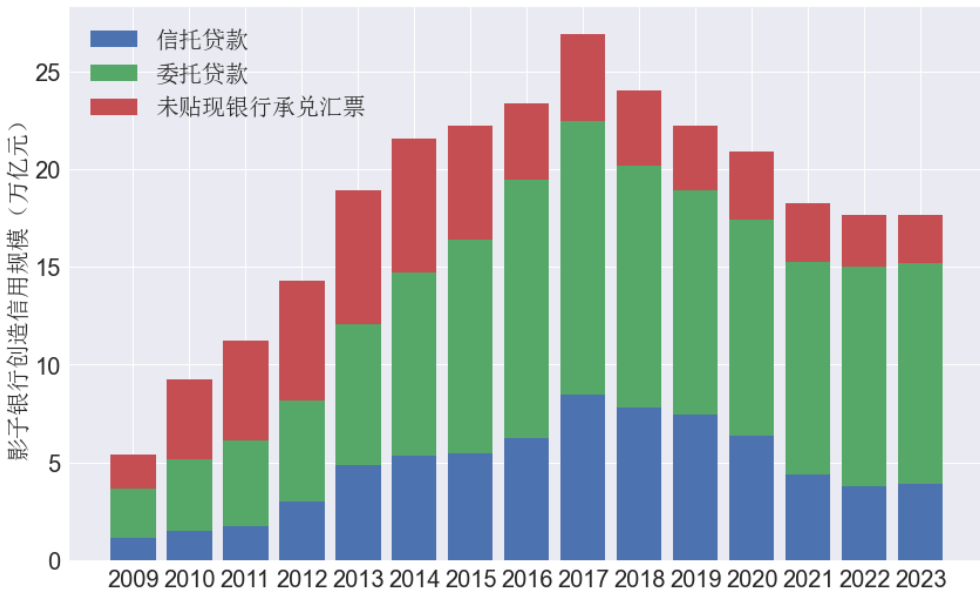


图 14 非金融企业表外融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

3. 资产端：企业活化资金需求继续减弱

从存款角度看，企业定期及其它存款 2023 年同比增长了 9.2%，而企业活期存款同比下降了 2.9%。自 2018 年以来，企业定期存款增速就高于活期存款，企业的贷款没有充分转化为企业可以灵活使用的资金。这也反映在 M2 增速持续领先于 M1 增速上。广义货币虽然仍在扩张，全年增长了 9.7%，但狭义货币全年仅增长 1.3%。货币扩张向实体经济活跃度的传导效果较差。信贷创造出来的存款既没有形成当期投资，对未来一段时间投资需求的预期也不足，活化资金需求减弱。

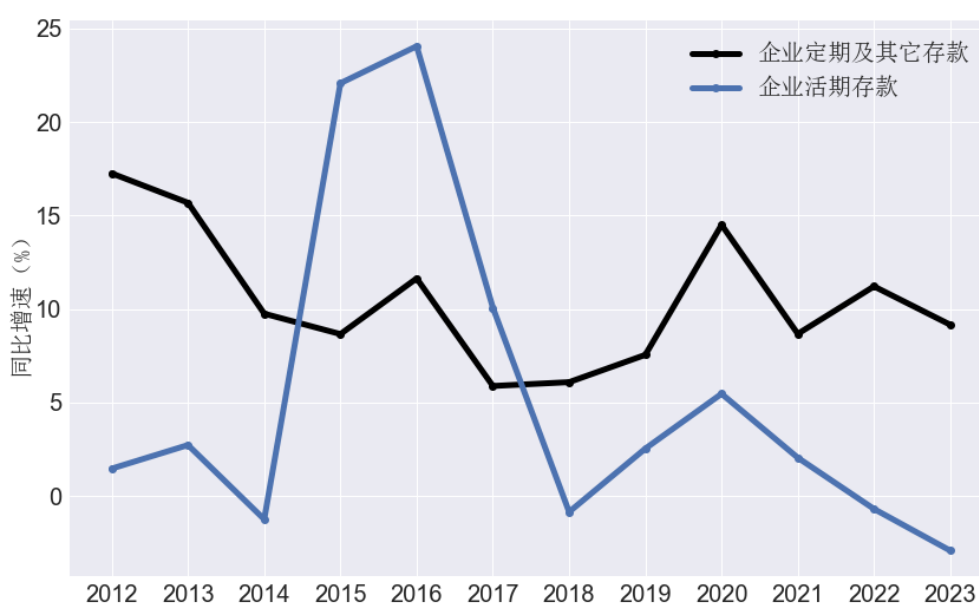


图 15 企业存款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

4. 企业投资继续下降

从初步的国民收入核算来看，2023 年名义 GDP 增长了 4.6%，居民消费增长了 9.2%，政府财政支出增长 5% 左右，那么企业投资支出的增速一定是处于非常低的水平。投资下滑也可以从全社会固定资产投资的数据上得到印证。全年累计固定资产投资同比仅增长了 3.0%，其中，基建投资增长 8.2%、制造业投资增长 6.5%，房地产投资增长 -9.6%。

基建投资仍然是所有投资中增长最快的部分，但相比于 2022 年的增速还是下滑的。基建投资与政府债务扩张高度相关。我们认为，在当前时点，仍然需要政府部门大力加杠杆，在短期内至少将基建投资的名义增速提升到 10% 以上，才

能起到稳定经济增长和宏观杠杆率的效果。

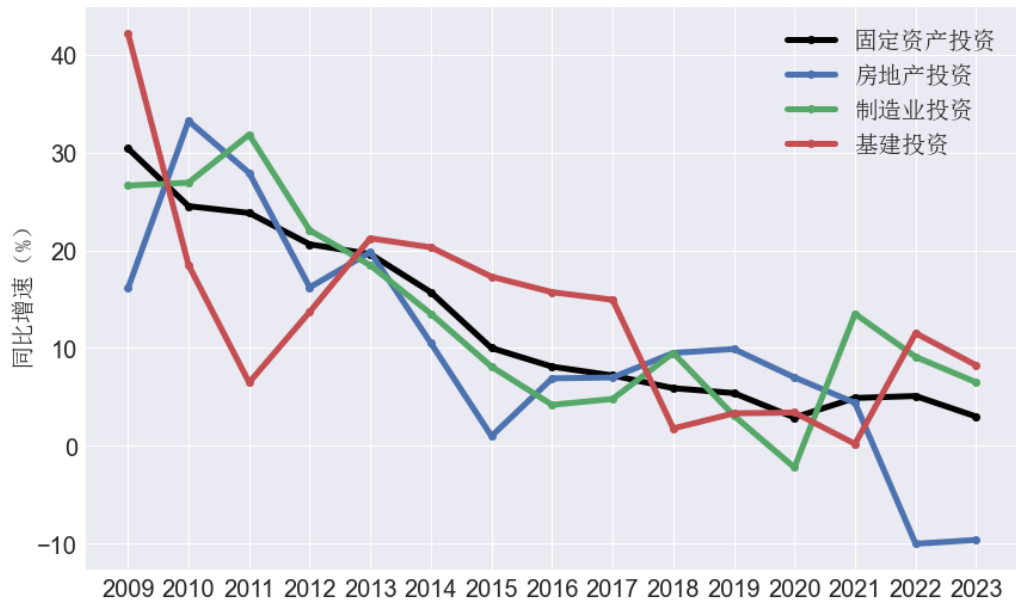


图 16 固定资产投资同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

民间投资和私营企业投资在 2023 年全年都呈现出负增长的趋势，私营企业投资累计同比下降了 5%，民间投资累计同比下降了 0.4%。从当前投资增长的结构来看，主要是由地方政府带动的基建投资和国有企业带动的投资支撑了整体并不算太高的投资增速，而民营企业的投融资意愿都较低。

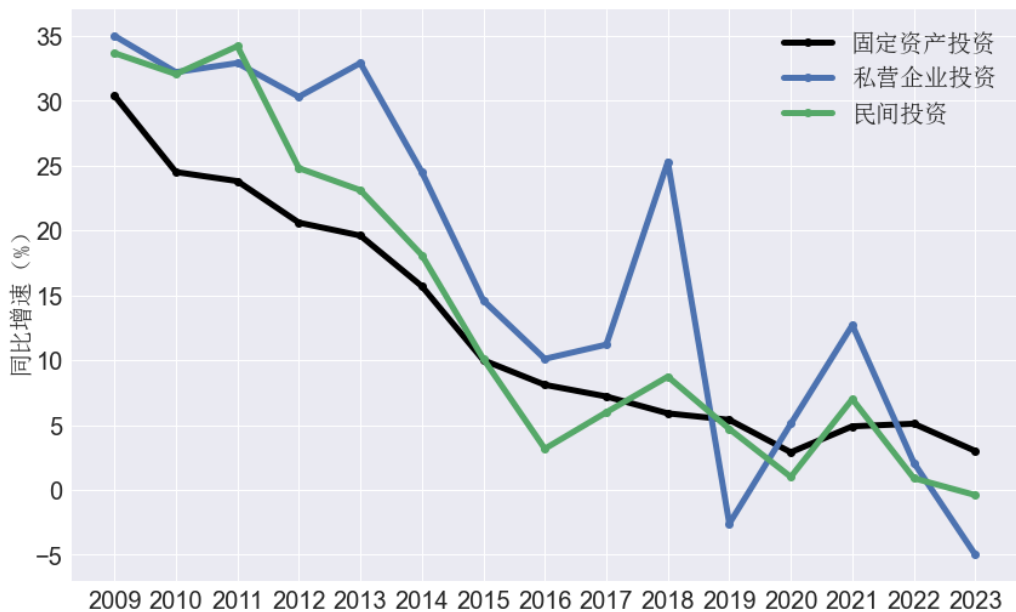


图 17 私营企业投资与民间投资同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

民间投资增长如何才能转负为正？长期来看，最为重要的是坚持深化改革，稳定预期，提升信心，激发市场内生活力。预期管理是宏观经济调控的重要手段，影响经济主体行为的关键并不仅仅是当前的政策环境，更重要的是未来预期。一方面，要加大政府支出，在短期内提高企业的订单和收入；另一方面，要通过一系列制度安排和政策部署，让企业部门认识到经济的复苏过程是长期可持续的。

（三）政府部门杠杆率较快上升

2023 年四季度，政府部门杠杆率上升了 2.1 个百分点，从三季度末的 53.8% 上升至 55.9%。政府杠杆率全年共上升了 5.3 个百分点，四个季度的涨幅分别为 1.1、0.5、1.6 和 2.1 个百分点。其中中央政府杠杆率全年上升了 2.1 个百分点，地方政府杠杆率全年上升了 3.2 个百分点。疫情后的四年，政府杠杆率涨幅分别为 7.3、0.7、3.8 和 5.3 个百分点。相比于 2019 年末，政府杠杆率共上涨了 17.3 个百分点，是所有部门中涨幅最大的。这一方面是积极财政政策在起作用，政府部门加大了财政赤字率和政府债务新增规模。另一方面也是财政自动稳定器在起作用，经济增速下滑和政府收入下降导致政府部门被动加杠杆。2023 年四季度，政策当局上调了当年的预算赤字率，增发了 1 万亿元国债，也打破了 3% 的预算赤字率限制，这对于促进经济恢复发挥了积极作用。

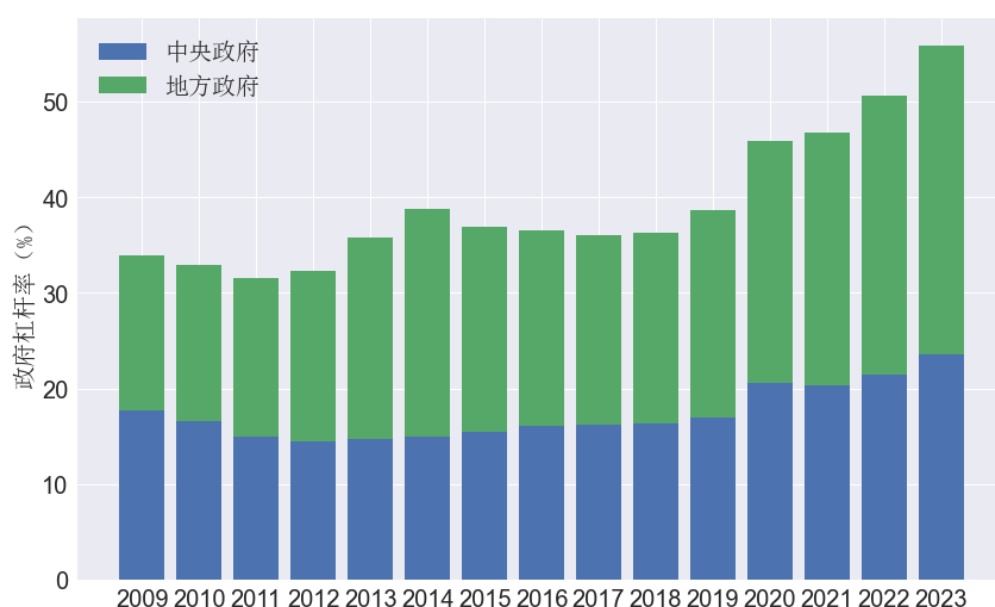


图 18 政府部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

1. 中央政府加大扩张力度

2023 年初预算的中央财政国债限额 29.86 万亿元，新增债务限额 3.16 万亿元，财政赤字率目标为 3%。10 月 24 日，全国人大常委会批准了国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案，明确中央财政将在四季度增发国债 1 万亿元，新增债务限额提高到 4.16 万亿元，财政赤字率提高到 3.8%。

由于财政部只公布到 2023 年 6 月末的中央政府债务余额，我们对下半年中央政府新增的债务进行估算。估算结果显示，中央政府全年新增债务规模约为 4.12 万亿元，其中上半年新增 9500 亿元，其余都为下半年新增，三季度新增 1.4 万亿元，四季度新增 1.8 万亿元。

2023 年末中央政府债务余额为 30 万亿元左右，债务限额为 30.86 万亿元，债务余额与债务限额之间尚有不到 1 万亿元的额度，可用于未来中央财政扩张支出。

2023 年末对预算赤字率进行调整体现出中央财政提高杠杆率、缓解经济增长压力的政策力度，起到逆周期的调节效果，也有利于继续缓解地方隐性债务风险。

2. 地方政府扩大债务融资

2023 年，地方政府一般债务限额 165489.22 亿元，新增限额 7200 亿元；地方政府专项债务限额 256185.08 亿元，新增限额 3.8 万亿元。加总在一起，地方政府债务限额为 42.17 万亿元，新增限额共 4.52 万亿元。从我们估算的年末债务余额来看，地方政府债务余额达到 40.74 万亿元，在限额范围之内；新增余额达到 5.68 万亿元，超过新增限额 1 万亿元以上。新增债务余额能够超过新增债务限额的主要原因是过去几年所积累出来的限额与余额之间的剩余额度，这一剩余额度在 2022 年末达到 2.59 万亿元，2023 年末缩小至 1.43 万亿元。

相比于 2022 年，地方政府新增债务规模多了 1 万多亿元。这一扩大的规模与新一轮化解地方政府隐性债务相关。2023 年 7 月 24 日中央政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，8 月 28 日十四届全国人大常委会第五次会议明确了 2023 年防范化解地方政府债务风险的工作重点。“特殊再融资债券”成为化解隐性债务工作的一项重要工具。特殊再融资债曾在 2020-2021 年建制县隐性债务风险化解试点，以及 2021-2022 年全域无隐性债务

风险试点中使用。根据估算，2023 年的特殊再融资债券发行规模超过 1 万亿元，主要用于置换地方存量的隐性债务。

由于地方政府仍有相当规模的存量隐性债务，未来对特殊再融资债券的发行需求仍是非常高的。而当前地方政府债务限额与债务余额之间的剩余额度只剩下 1.43 万亿元，对新增化债需求的支持空间越来越小。地方政府的资金缺口仍较为严重。

（四）金融杠杆率上升

2023 年，资产方统计的金融杠杆率上升了 2.3 个百分点，从 2022 年末的 50.2% 上升至 52.5%；负债方统计的金融杠杆率上升了 2.5 个百分点，从 2022 年末的 64.7% 上升至 67.2%。金融部门杠杆率已经持续两年回升。

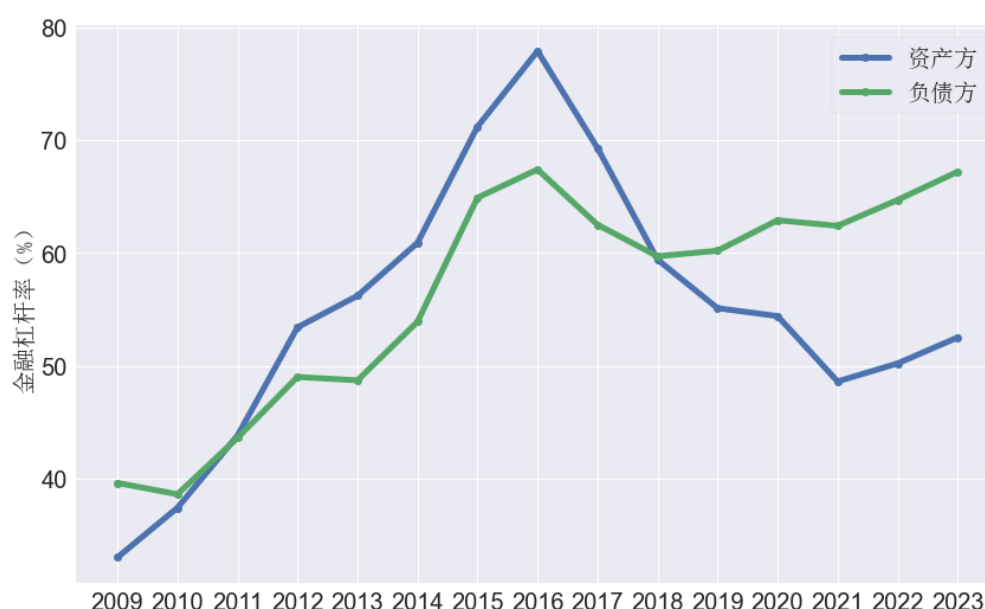


图 19 宽口径金融部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

资产方金融杠杆率主要体现的是银行部门流入到非银行金融机构的信用规模，负债方金融杠杆率主要体现的是非银行金融机构流入到银行的信用规模。自 2017 年金融去杠杆以来，资产方核算的金融杠杆率持续下降了 5 年，反映影子银行信用创造规模的不断下降。这一趋势从 2022 年开始有所转变。而负债方金融杠杆率自 2019 年开始逐年上升，是非银行金融部门资金充裕度提升的表现。

2023 年商业银行总规模同比增长了 9.7%，与 M2 增速基本一致，这导致银行规模与名义 GDP 之比从 2022 年的 312% 上升到 327%。在商业银行总资产快

速上升的同时，银行间同业资产及银行与非银行金融机构之间的资金拆借规模占银行总资产比重基本保持稳定，由此导致金融杠杆率有所上升。金融杠杆率上升的主要原因仍然是宏观经济增速下滑，而金融机构之间的拆借资金占比基本保持稳定。我们预期金融杠杆率在短期内可能会由于经济增速恢复较慢而继续上升，但长期来看不会出现上升趋势。

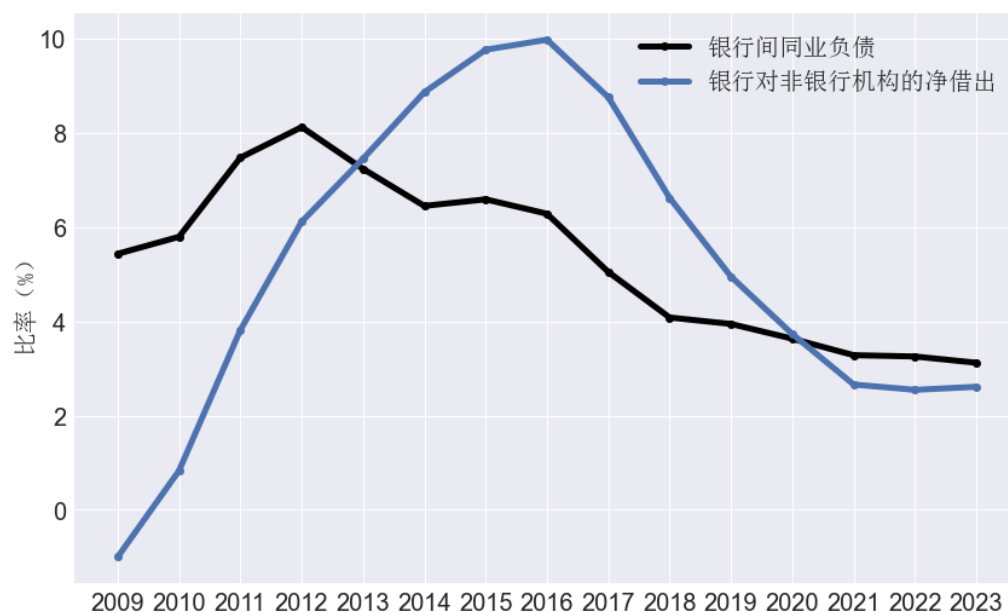


图 20 银行间同业贷款及银行向影子银行的净借出在商业银行资产负债表中占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三、宏观杠杆率趋势与政策展望

（一）宏观杠杆率趋势

2024 年宏观杠杆率很大程度上取决于经济增长特别是名义经济增长率。2023 年居民消费在相关政策作用下，已经出现了较大幅度上涨，但投资依旧低迷。我国出台了一系列支持投资的政策，如房地产领域的“三大工程”，并通过重启 PSL 等政策来提供资金等。但从当前的计划来看，资金来源并不充足。未来投资增速能否再有所提高，将非常有赖于实际解决资金来源的政策以及经济主体对政策的预期。

展望 2024 年，宏观杠杆率仍将继续上升。假设全社会债务增速保持在 10%，名义 GDP 增速达到 6%-7%，则宏观杠杆率上升幅度不到 10 个百分点；如果债务增速 10%，名义 GDP 增速只有 5%，则杠杆率增幅会达到 14 个百分点，全

年宏观杠杆率将超过 300%。为名义而战、有效提升名义 GDP 增速是抑制杠杆率较快攀升的关键。

（二）以名义 GDP 增长率为锚

名义 GDP 目标的优点不在于它会导致更高的长期增长率或不同的通货膨胀率。相反，名义 GDP 目标允许通胀在短期内发生变化，从而平滑商业周期。它从根本上防止了需求冲击对经济的打击，也减少了供给冲击造成的不稳定性。相反，在通胀目标制下，如果进口石油价格大幅上涨，央行将会收紧政策以防止通胀上升。结果，非石油产品价格将下跌以抵消油价的上涨。这样做的问题在于，生产者将面临较低的商品价格，无法支付他们的工资成本，不得不解雇一些工人。这基本上是美联储在 2008-2009 年犯下的错误。但在名义 GDP 目标制下，这种紧缩政策是没有必要的。

更进一步，对于稳杠杆的任务而言，名义 GDP 的重要性远远大于实际 GDP。最近的事实表明，当实际 GDP 保持在较高水平如 5.2%，但名义 GDP 仅为 4.6%，结果是宏观杠杆率仍有较大幅度攀升。名义 GDP 的重要优势在于包含了价格信息。在经济低迷阶段，价格信息的重要性超过了其它很多宏观指标。实际 GDP 剔除了价格信息，对于把握宏观问题有所不足。从这个意义上，为名义 GDP 而战显得更为重要。我们倾向于将名义 GDP 增长率作为重要的参考性政策目标，从而更好地实现稳增长与稳杠杆的平衡。

就当前的形势而言，7%左右的名义 GDP 增长率可能是一个较为合理的目标。如果政策当局以此为目标，并且承诺不达此目标政策会继续加码，将会起到真正扭转市场预期的作用，从而有力推动经济恢复向好。

（三）政策建议

为推动名义 GDP 增速回升，短期强调“稳中求进”，多出有利于稳预期、强信心的政策。中长期坚持“以进促稳”，用发展的办法解决发展中的问题。宏观调控政策坚持先立后破，加强政策工具创新和协调配合。一方面，积极的财政政策适度加力。保持必要的财政赤字率水平，主要由中央政府加杠杆，通过转移支付方式安排给地方使用，减轻地方偿债压力。财政应加力支持保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等三大工程建设，弥补房地产投资缺口并加大基建投资力度。另一方面，稳健的货币政策精准有效。当前货币政策

调控面临货币信贷总量高增、但政策传导效率偏低的问题，未来货币政策发力重心应由货币信贷增速转向资金使用效率。在价格上，继续较大幅度降息，推动实体经济综合融资成本稳中有降，与财政政策形成合力，激发微观主体活力。我们的估算表明，利率降低 1 个百分点所减少的利息负担规模，相当于财政赤字率上升 3 个百分点所形成的债务扩张规模。在数量上，注重新增信贷均衡投放，通过债务重组、市场出清等多种方式，积极盘活被低效占用的金融资源。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。