



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

2023 年 5 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。

宏观杠杆率再度攀升

——2023 年一季度中国杠杆率报告

摘要

- 2023 年一季度的宏观杠杆率从 2022 年末的 273.2% 上升至 281.8%，共上升了 8.6 个百分点，升幅明显。全社会债务增长基本保持稳定，名义经济增速较低是宏观杠杆率增长的主要原因。预计全年宏观杠杆率将提升 8 个百分点左右，呈现“前高后稳”的整体趋势。
- 居民杠杆率重回上升趋势，主要拉动因素仍是个人经营贷，居民住房贷款保持着低增速。随着房地产市场进一步回暖，居民杠杆率仍可能继续上升。
- 非金融企业杠杆率上升幅度最大，提高了 6.1 个百分点，杠杆率水平也达到历史高点。企业债务的增加并没有对应到企业投资增长，主要原因在于：从负债到投资的时滞、还本付息导致的债务增长以及可能存在的资金空转。
- 政府杠杆率升幅较小，财政“加力提效”的效果仍然有限，提前批债务发行不及预期。地方政府专项债工具有局限性，较难实现稳增长与防风险的平衡。

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
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：宏观杠杆率再度攀升	1
二、分部门杠杆率分析	4
（一）居民杠杆率重回上升趋势	4
（二）非金融企业杠杆率再次超过历史高点	8
（三）政府部门杠杆率升幅较小	12
（四）金融部门杠杆率企稳回升	15
三、总结与展望	17
（一）经济复苏态势将决定宏观杠杆率的最终走势	17
（二）加强财政政策与货币政策的协调配合	18

一、总判断：宏观杠杆率再度攀升

我们测算 2023 年一季度宏观杠杆率上升 8.6 个百分点，从 2022 年末的 273.2% 上升至 281.8%。其中，居民部门杠杆率上升了 1.4 个百分点，从 2022 年末的 61.9% 升至 63.3%；非金融企业部门杠杆率上升幅度最大，上升了 6.1 个百分点，从 2022 年末的 160.9% 上升至 167.0%；政府部门杠杆率上升幅度最小，上升了 1.1 个百分点，从 2022 年末的 50.4% 增长至 51.5%。与此同时，M2/GDP 上升了 9.8 个百分点，从 2022 年末的 220.2% 升至 230.0%；社融存量/GDP 上升了 9.0 个百分点，从 2022 年末的 284.4% 升至 293.4%。

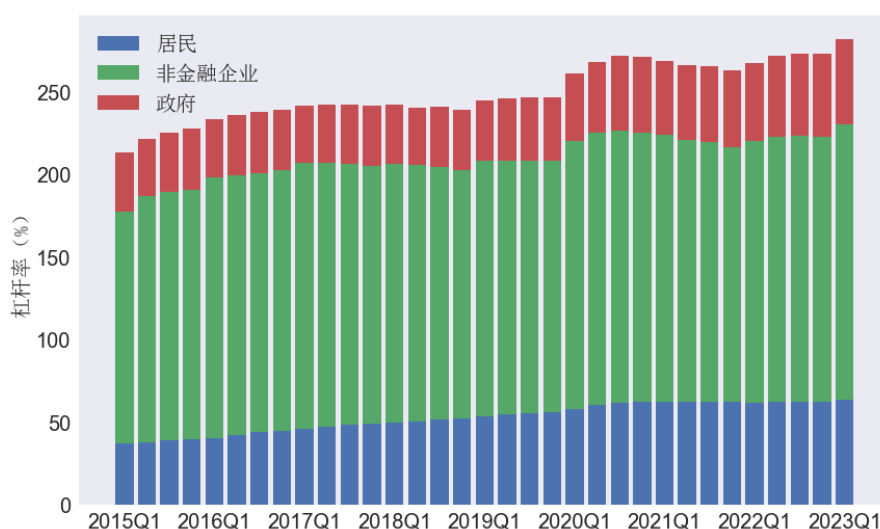


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

推动宏观杠杆率提升的主要因素仍在于经济增长的放缓。一季度实际 GDP 增速为 4.5%，相比上一年有所恢复，GDP 环比折年增速也达到了 9.1%，相比上个季度有较大幅度的复苏。但名义 GDP 增速却持续走低，一季度名义 GDP 同比仅增长了 5.0%，远小于同期的货币和债务增速。广义货币 M2 同比增长了 12.7%，全社会总债务同比增长了 10.1%。债务增速维持在 10% 以上的水平，但名义经济增速仅为 5%，导致宏观杠杆率出现了较大幅度的增长。

对比过去几年中国的债务和经济增长表现，大部分时间里债务增速都要高于名义经济增速，这也是我国宏观杠杆率长期保持增长的最主要原因。2017-2019 年这段时间，我们短暂地实现了债务与名义经济增速基本一致，宏观杠杆

率也呈现出较为稳定的特征。但 2020 年之后，受疫情及其它外部冲击的影响，经济增速下降，宏观杠杆率再次呈现出上涨趋势。在过去几年中，债务增长速度基本稳定在 10-15% 之间，大部分时间都是 10% 多一点，只在 2020 年疫情期间最高达到 13% 的水平。可以说，在货币政策立场和宏观调控力度方面，我们都较为谨慎，债务增速从 2010 年之前超过 20% 的水平回落至当前的 10%，体现了防风险方面的政策权重。但经济增长则受到短期周期性冲击以及长期不断下台阶这两方面因素的影响，我国宏观杠杆率仍不可避免地有所上升。

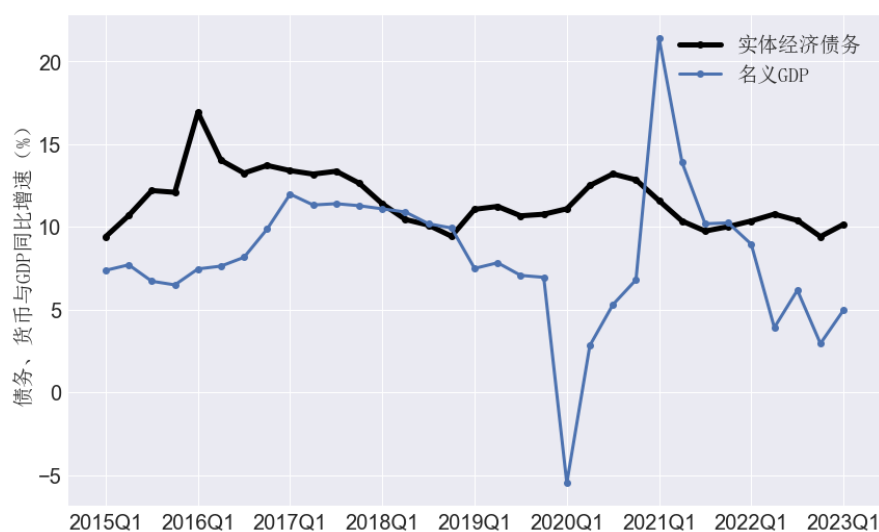


图 2 债务与 GDP 同比增速

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。

一般价格水平的下行也是导致名义增速不高的重要原因。2023 年 3 月的 CPI 和 PPI 同比增速分别为 0.7% 和 -2.5%，都处于历史上较低的水平。GDP 缩减指数也仅为 0.47%。一方面，受基期因素的影响，大宗商品在 2022 年之前经历了一番较大幅度的上涨，之后便是稳定或下行的趋势，带动 PPI 指数的下降。另一方面，我国当前最主要的问题仍在于需求端，供给侧的生产能力并未受到太大影响，甚至在竞争加剧的情况下生产能力还有所改善，但需求较为低迷，有效需求严重不足。导致价格水平很难上涨，CPI 指数回落。有效需求不足是影响经济增长的最主要因素，也是决定未来中国宏观杠杆率走势的关键。有利的一面在于，在较为稳定的物价水平下，货币和财政当局都有着更大的操作空间，不必担心释放流动性过大而对物价产生较大影响，也不必担心公共投资通过价格机制对私人投资的挤出效应。

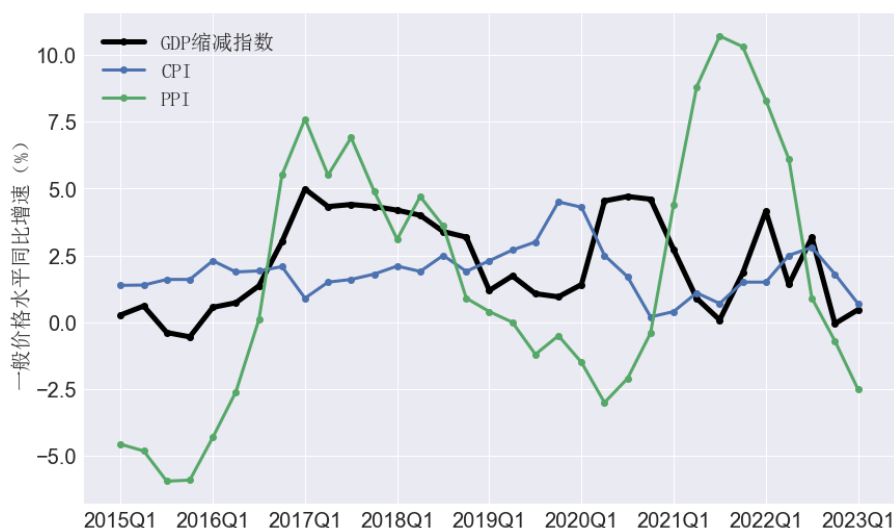


图3 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从杠杆率结构上看，一季度宏观杠杆率上升幅度最大的部门仍然是非金融企业部门，上升了 6.1 个百分点；其次是居民部门，上升了 1.4 个百分点；政府部门上升幅度最小，上升了 1.1 个百分点。但仅从债务增速来看，仍然是政府部门债务的同比增速最高，达到 13.7%，政府债务的增速与去年相比基本稳定。居民部门的债务增长有所恢复，消费贷款和个人经营性贷款都有一定程度的上升。非金融企业的债务增长恢复到 10.3%的水平，体现了信贷整体放松的环境，旨在帮助企业克服资金约束，通过加大投资带动经济增长。

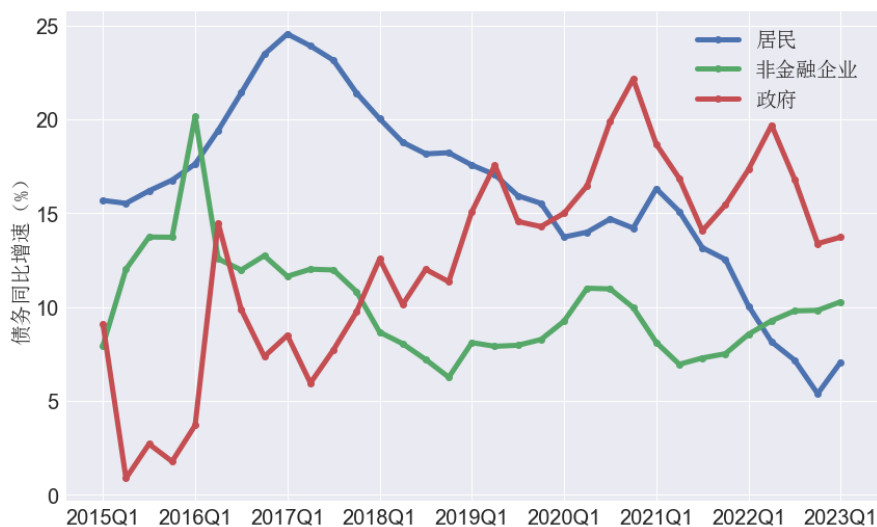


图4 各部门债务同比增速

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。

上一年（2022 年）我国宏观杠杆率走势整体呈现出“前高后稳”的态势，大部分涨幅都是在上半年完成的。我们判断这一特征在 2023 年仍将持续。如果全年经济增速达到 4.5%，GDP 缩减指数达到 2%，我们预计全年宏观杠杆率将提升 8 个百分点左右；一季度已经上升了 8.6 个百分点；二季度可能继续有所上升，杠杆率提高 2-3 个百分点；下半年的宏观杠杆率将有所下降。如果实际 GDP 增速低于 4.5%，或者价格水平在全年仍保持较慢的增长，GDP 缩减指数低于 2%，则全年杠杆率的上升幅度或将达到 10 个百分点左右。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率重回上升趋势

2023 年一季度居民部门杠杆率上升了 1.4 个百分点，从 2022 年末的 61.9% 上升至 63.3%。自 2020 年三季度开始，居民部门杠杆率始终在 62% 的水平上下波动，直到今年一季度，居民杠杆率再次有了一定的涨幅。居民杠杆率的上升主要是消费性贷款和个人经营性贷款所带动的，在信用环境较为宽松的情况下，居民加杠杆的意愿也有所上升，未来居民部门杠杆率仍将继续上升。居民存款规模再度大涨，这将成为未来很长一段时间内居民资产负债表的特征。

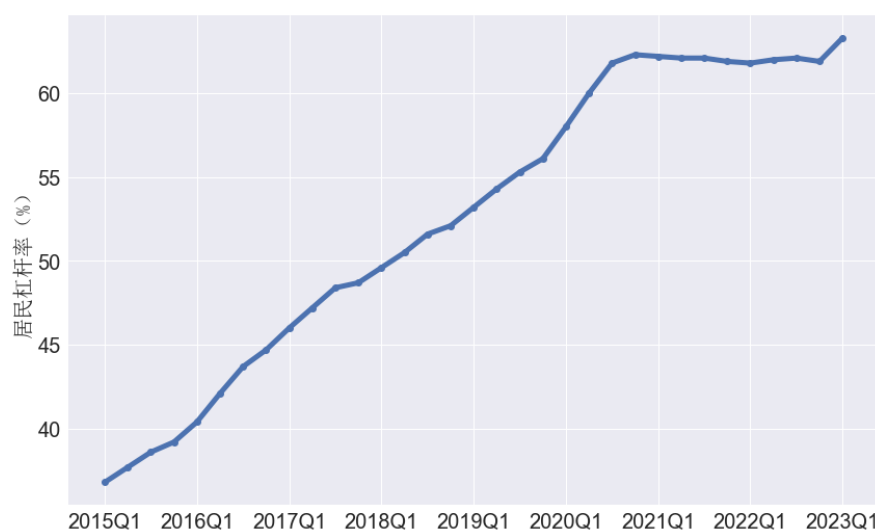


图 5 居民部门杠杆率

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. 居民贷款增速下降，仅个人经营性贷款增速较高

根据我们的估算，一季度居民住房贷款增速进一步回落至 1.2%，消费性贷款（除住房外）的增速有所回升，达到 8.8%，经营性贷款同比增速提高至

18.8%，带动了居民杠杆率的上升。个人经营性贷款仍然是居民部门加杠杆的主要方式。

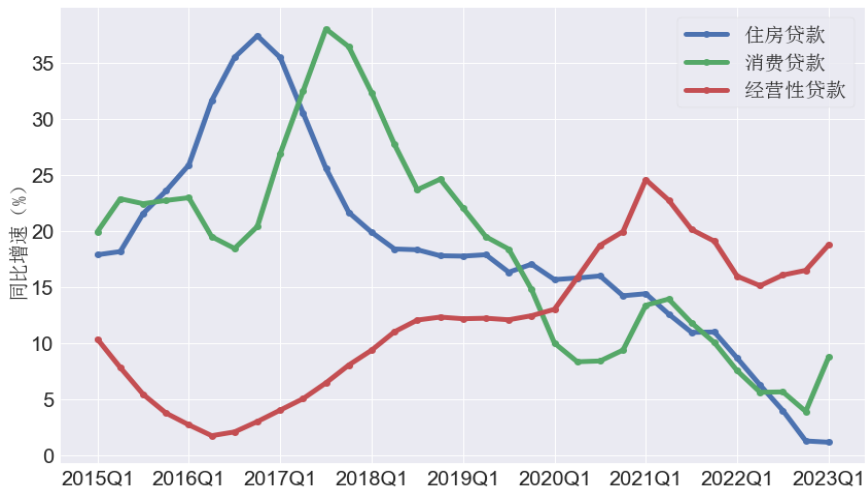


图6 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

房地产市场趋于稳定，有望在未来一段时间重新拉动居民杠杆率上升。居民住房贷款与房地产市场交易量高度相关。2022 年房地产交易规模大幅下降，今年一季度房地产交易有所回升。在有季节效应影响的条件下，一季度的一、二线城市商品房成交套数也超过了去年四季度的水平，体现出较强的复苏迹象。但居民房地产贷款增速并没有提高。这可能仍然是贷款转移的效应导致的。由于对企业贷款和经营性贷款的发放标准和利率都较为宽松，且二者与住房按揭贷款并不能完全做到市场分隔，居民更愿意申请经营性贷款，而不是房贷。

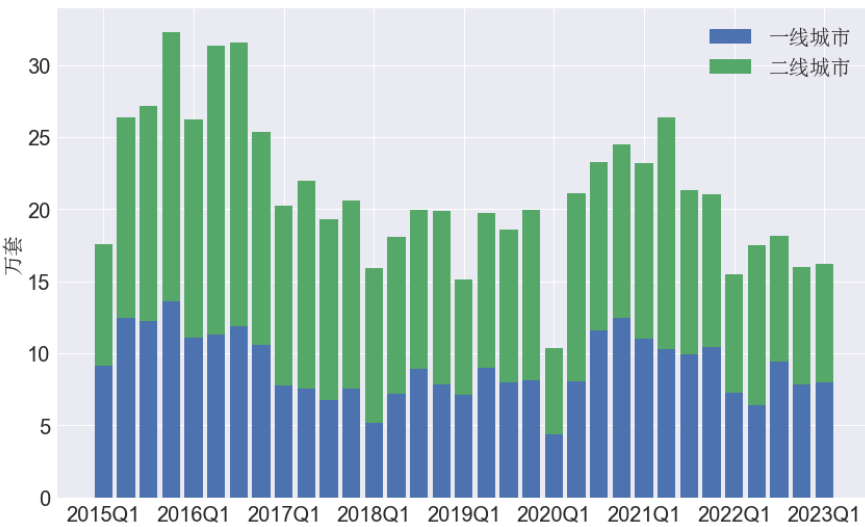


图7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

根据我们的估算，2023 年一季度末，居民住房贷款约为 39 万亿元，在全部居民贷款中占比 50.7%，这一比例最高时曾达到接近 60% 的水平；居民除住房外的其它各类消费贷款余额约为 18 万亿元，在全部居民贷款中占比 23.1%，相比前几年也有所下降，与去年四季度的占比情况基本持平；个人经营性贷款余额达到 20.3 万亿元，占全部居民贷款的 26.2%，这一比例在近些年是持续提升的。随着房地产交易的回暖，居民住房贷款的增长速度在今年将有所恢复，居民部门杠杆率可能继续抬升。

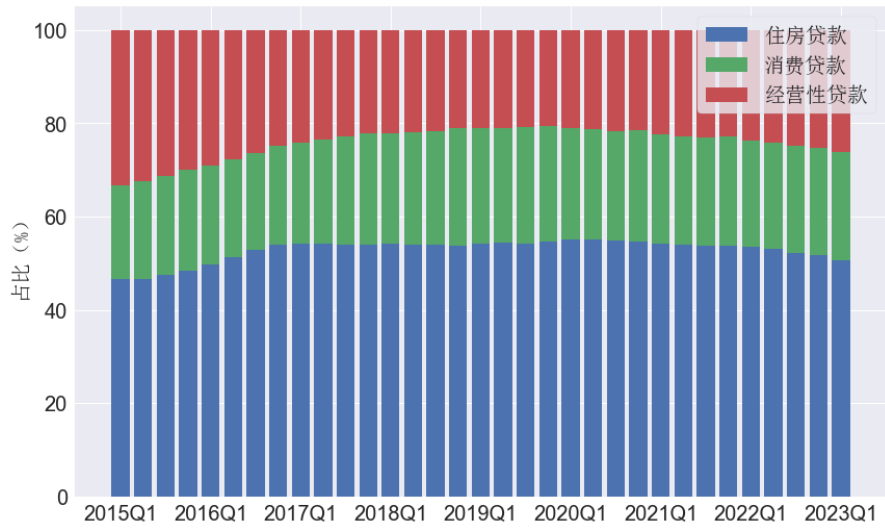


图 8 居民部门各类债务占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 居民消费增长有所回暖，储蓄率基本保持稳定

一季度的全国居民人均可支配收入达到 10870 元，相比去年同期增长了 5.1%，人均收入增速与名义 GDP 增速基本一致。居民人均消费达到 6738 元，相比去年同期增长了 5.4%，消费增长快于收入增长。由此估算出的居民储蓄率基本稳定在 38% 的水平，居民储蓄率相比去年同期基本保持稳定，并没有发生较为显著的结构性变化，居民部门也没有呈现出“超额储蓄”的特征。

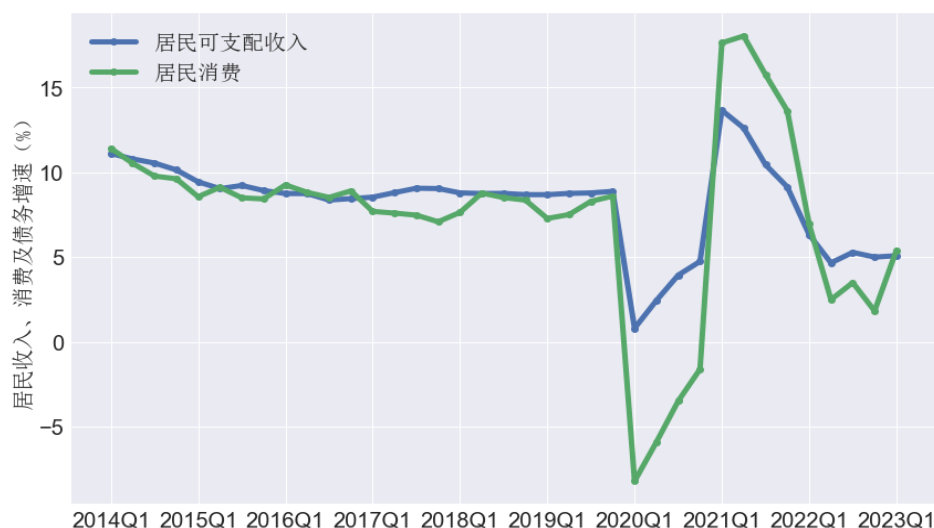


图 9 居民收入和消费的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

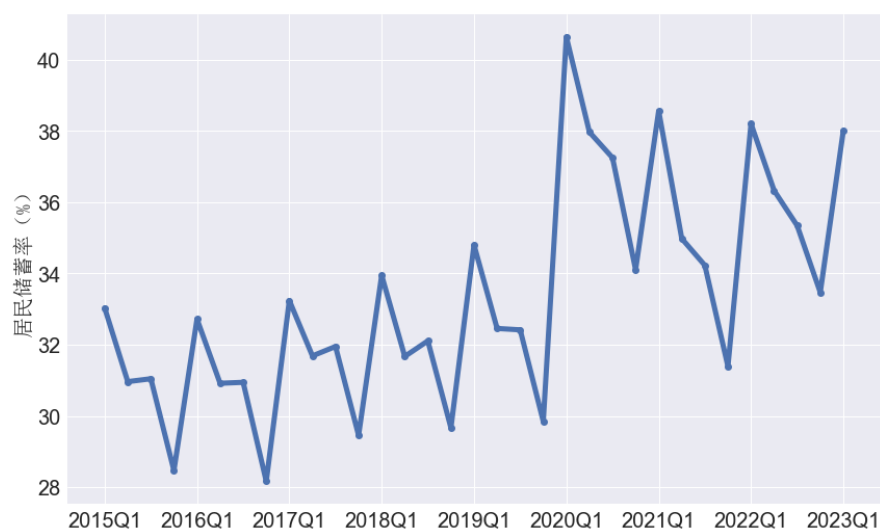


图 10 居民部门储蓄率

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

3. 居民存款规模仍保持快速上升的态势

一季度末居民部门的存款规模达到 131.1 万亿元，相比去年年末继续增长了 9.9 万亿元。居民存款在 2022 年增长了 17.9 万亿元，增长幅度创了历史记录。而到了今年，居民存款大幅上升的态势继续得以保持，居民存款与贷款之间的缺口也在加大。我们认为居民存款增长与全社会存款增长的态势是一致的，全社会存款被派生出来后，主要流入居民部门，形成居民的存款资产。而全社会存款的派生来源主要是地方政府债务的发行，以及银行通过影子银行的信用创造规模的缩小。

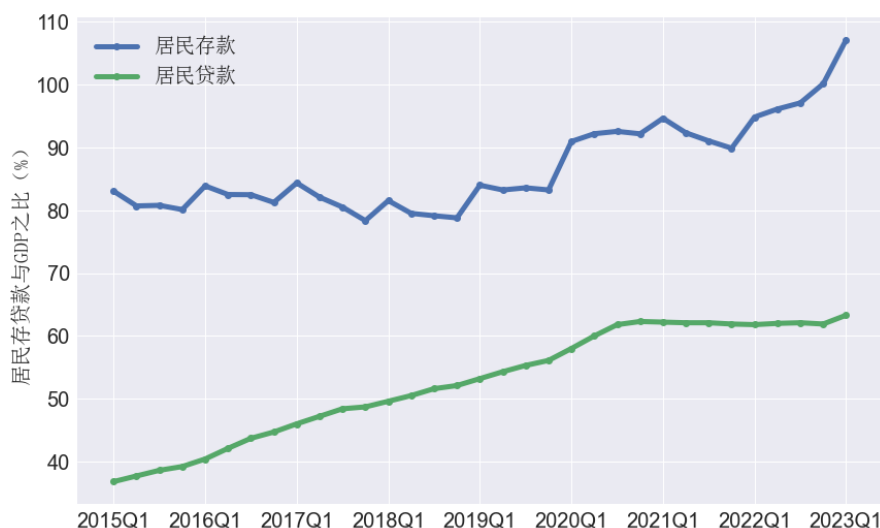


图 11 居民部门存贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

从前述分析可以看出，居民部门储蓄率并没有呈现出较大变化，也没有出现“超额储蓄”现象。用“超额储蓄”来解释居民存款上升并不恰当。另一类解释是将居民存款上升解释为居民金融资产结构变化（“理财转移”）的影响。但 2022 年银行理财仅下降了 1.35 万亿元，而信托资产、公募基金份额、股票等金融资产仍是上升的，这也无法解释居民存款的大幅度上升。我们推测，可能是国民收入核算中有一部分隐藏的国民收入并没有被统计部门捕捉到，这部分收入应主要体现在富人群体中，在 2022 年之后有所增加。而富人则具有更低的边际消费倾向，这部分收入增加并没有转成消费，而只是成为了居民存款。我们预期在未来很长一段时间中，全社会存款和居民存款仍会保持较大幅度的增长，全社会的存贷差也将继续扩大。但随着居民部门贷款的上升，居民存贷差可能会有所下降。

（二）非金融企业杠杆率再次超过历史高点

2023 年一季度，非金融企业杠杆率从 2022 年末的 160.9% 升至 167.0%，上升了 6.1 个百分点。非金融企业杠杆率自 2021 年四季度跌到了 154.1% 的谷底后，已经连续五个季度有所提升，且在今年一季度增幅最大。目前企业杠杆率已经超过了 2020 年二季度末的高点，达到历史上的最高水平。银行流动性宽松是企业部门杠杆率上升的主因，但企业杠杆率的上升并没有有效转化为投资，货币政策有效性不足。

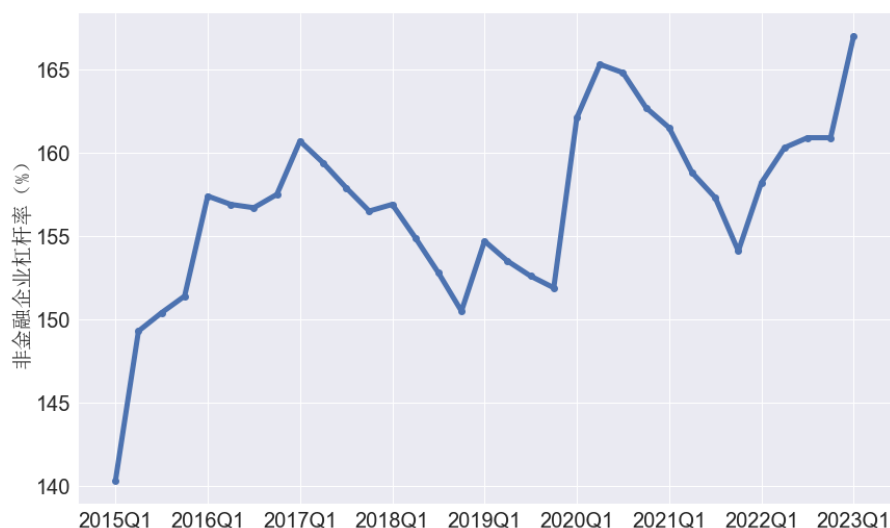


图 12 非金融企业部门杠杆率

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. 流动性环境相对宽松，资金供给较为宽裕

出于稳增长的考虑，全社会利率水平保持着下降的趋势。当前贷款市场报价利率（LPR）基本保持稳定，1年期为 3.65%，5 年期以上为 4.3%，已连续 8 个月维持不变。从企业的融资环境来看，贷款利率仍然处于下行趋势。2022 年四季度企业部门的加权平均贷款利率已经降至 3.97%，短期票据融资利率降至 1.6%。央行货币政策执行报告中强调“引导市场利率围绕政策利率波动”，当前政策利率和市场利率都处于较低的位置，央行在一季度末进行了一次降准操作，体现了货币政策助力“稳增长”的意图。

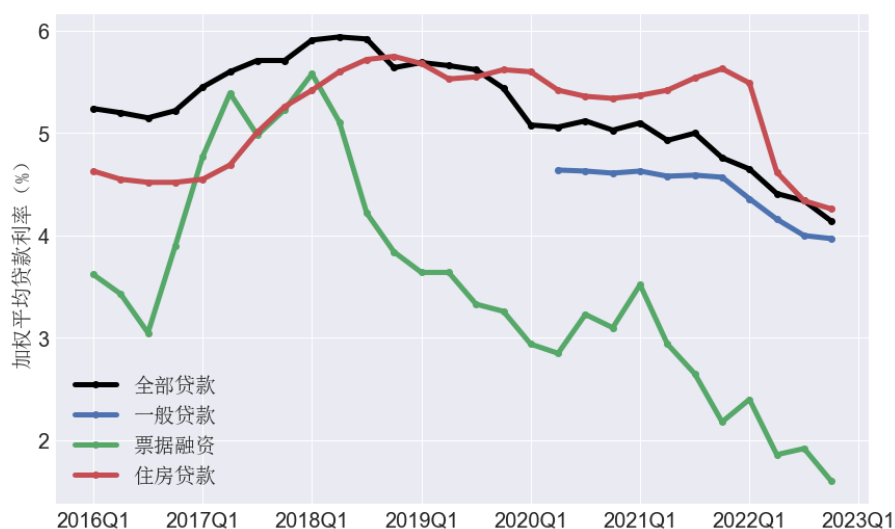


图 13 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

在较为宽松的流动性环境下，企业部门债务增速基本稳定，贷款增速较高。2023 年一季度，企业部门的债务同比增长了 10.3%，处于 2018 年以来的较高水平。其中企业贷款增长速度最快，同比上升了 14.3%；企业债券融资规模增速下降幅度较大，同比仅上升了 1.2%。企业债券增速下降的主要原因在于民企债发行规模的下滑，由于之前几年企业债券出现较多违约事件，低评级债券的发行更为困难。在经济增速下降和银行信用宽松的共同作用下，企业的新增融资更多以贷款形式完成。

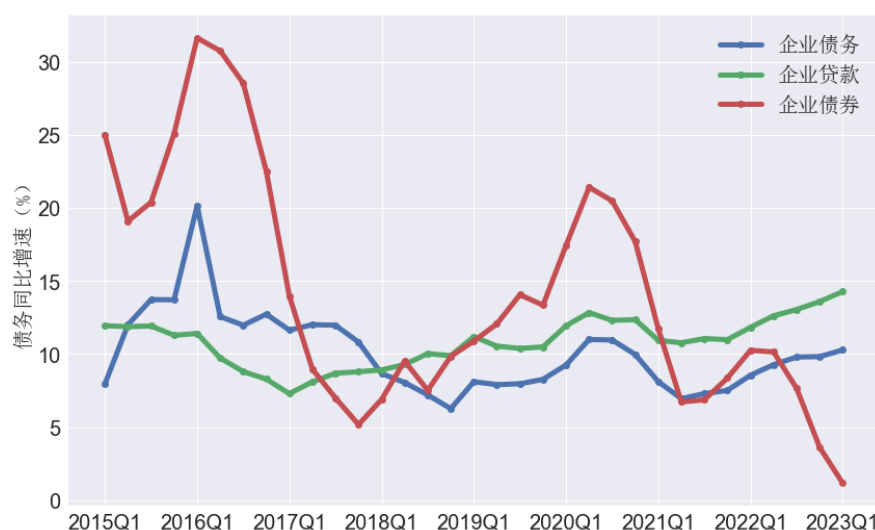


图 14 非金融企业债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

企业贷款的结构也更为合理。2022 年短期票据融资增长较快，而企业长期贷款的增速有所回落，反映了企业信贷需求不足，尤其是长期信贷需求有限。这一现象在去年下半年有所缓解，今年一季度企业票据融资同比增速已经回落至 11.0%，而中长期贷款增速提高至 17.4%。随着经济的复苏，贷款需求逐渐转暖，商业银行也不必再用票据冲贷款来应付短期业绩目标。

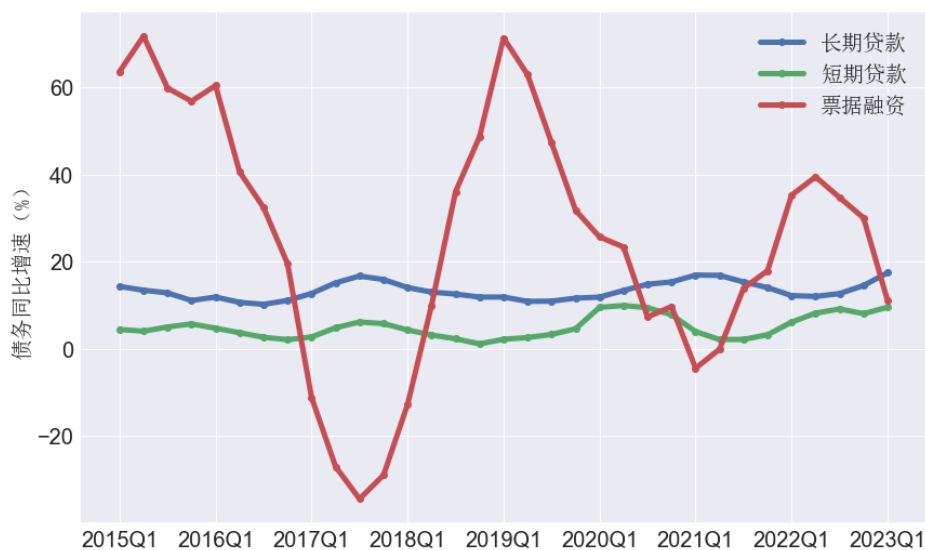


图 15 非金融企业各类贷款同比增速

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。

除了表内贷款外，企业融资中的信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票融资也有所扩张。一季度，三者的总规模相比于去年末有一定幅度的上升。自 2018 年开始，金融去杠杆导致这几项资产大幅下降，每年都会下降 2 万亿元以上。而自 2022 年起，金融去杠杆的进程基本走完，影子银行收缩对全社会融资水平的负面影响也基本消失。未来一段时间，这几类信用创造工具对企业杠杆率水平的影响将由负转正。

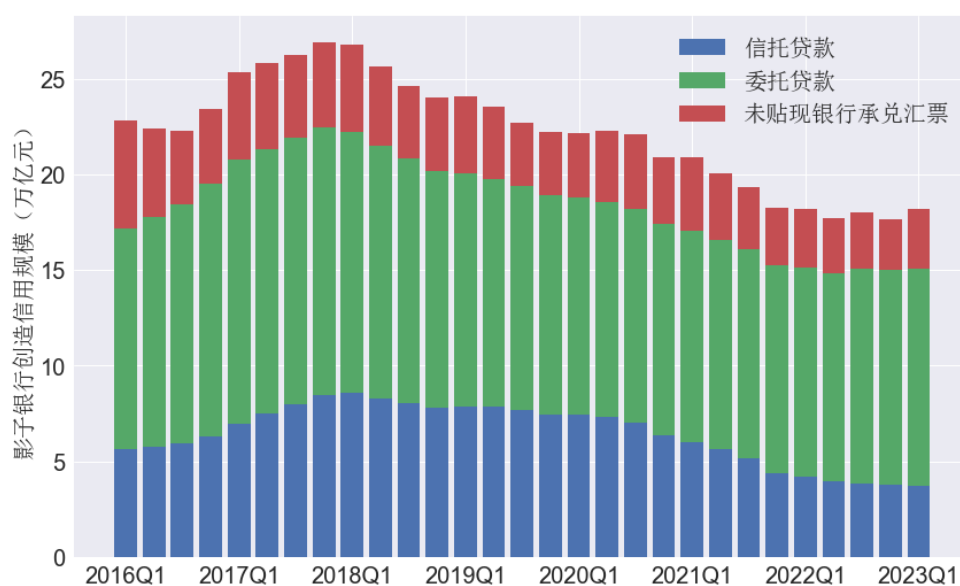


图 16 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 非金融企业投资仍待恢复

一季度企业投资仍然较为疲弱。无论是银行贷款，还是表外融资，在近几个季度都为企业部门提供了充足的资金支持，企业部门的杠杆率在上升。但这些资金并没有及时对应到企业投资中。一季度固定资产投资同比增长了 5.1%，增速与去年年末基本持平。房地产投资的同比增速仍然为负，相比去年同期下降了 5.8%；制造业投资同比增长 7.0%，相比去年的增速也有所下降；基建投资同比增长 10.8%，仍然是拉动投资增长的最主要动力。基建投资主要是靠政府部门拉动，由地方政府专项债提供资金支持，私人投资和民间投资的动力仍然不强。

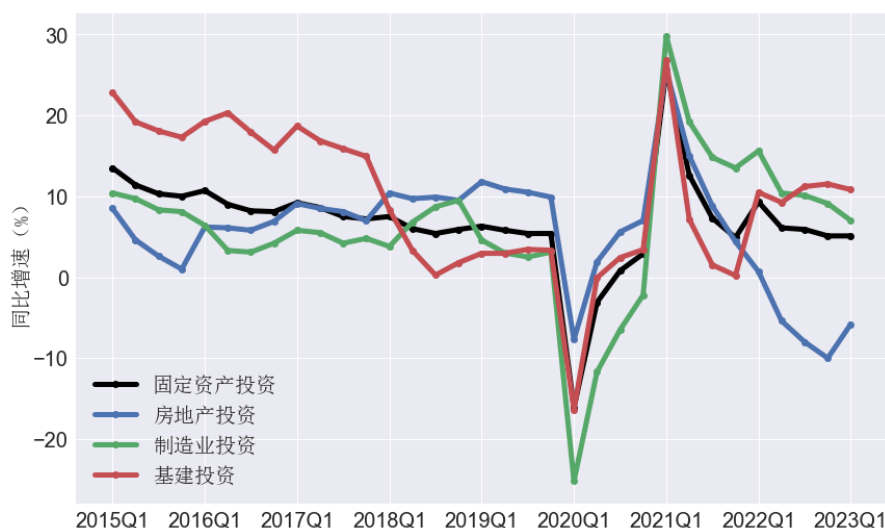


图 17 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

企业杠杆率上升且投资需求不足的局面共存，主要受三方面因素的影响。首先，本轮经济复苏的过程较以往更为缓慢。在三重压力下，企业部门对经济复苏的信心恢复需有一段时间，企业的投资决策也更为谨慎。其次，随着企业部门经营收入和营业利润的下滑，更大比例的企业债务也会被用作还本付息，无法拉动投资增长。再次，政策当局为支持企业投资而设立的结构性政策具有较低的贷款利率，也会导致部分贷款资金并不能反映真实的资金需求，甚至有一定程度的资金空转。

（三）政府部门杠杆率升幅较小

2023 年一季度，政府部门杠杆率从 2022 年末的 50.4% 上升至 51.5%，增加了 1.1 个百分点。其中，中央政府杠杆率维持在 2022 年末的 21.4%，保持稳定；

地方政府杠杆率从 2022 年末的 29.0% 升至 30.1%，增加了 1.1 个百分点。按照去年底中央经济工作会议的部署及 2023 年中央和地方预算草案报告的披露，今年积极的财政政策要“加力提效”，一般公共预算财政赤字率由去年的 2.8% 上升到 3.0%。但考虑到去年债务余额增长幅度超过限额、去年特定国有金融机构和专营机构上缴结存，以及地方政府土地出让金收入继续下降等因素，2023 年的财政政策力度与上一年基本持平。政府部门仍需探寻新的发力点，做到真正的“加力提效”。

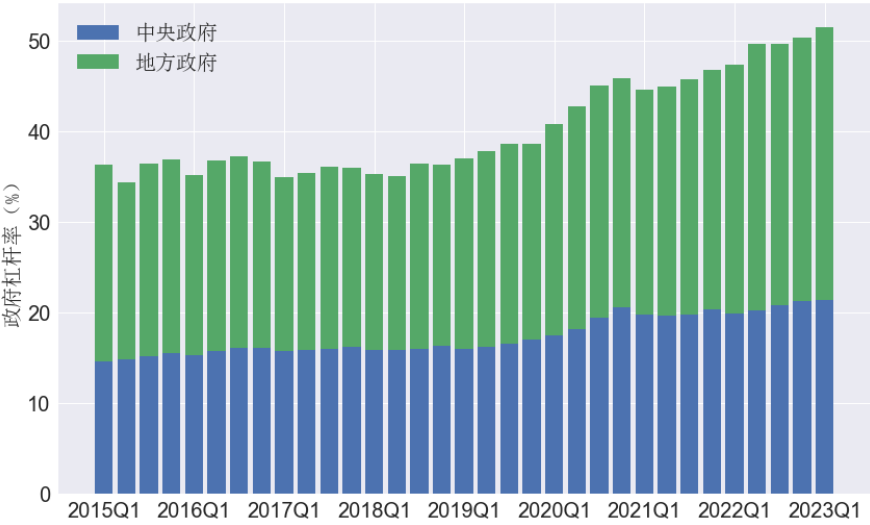


图 18 政府部门杠杆率

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. 中央政府的加力空间与上一年基本持平

2023 年中央财政国债限额 298608.35 亿元，新增债务限额 3.16 万亿元，新增规模比去年增加了 5100 亿元，相应的财政赤字率目标由 2.8% 提升至 3%。2022 年中央财政计划新增限额 2.65 万亿元，实际新增了 2.60 万亿元，与预算基本持平。但是，去年政府资金来源中，除了新增债务限额外，还有特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的 1.81 万亿元利润。这部分资金在 2022 年使用了 1.1 万亿元，剩余 7100 亿元会在今年继续使用。考虑到这部分利润上缴对中央财政支出的影响，今年的中央财政政策力度与上一年基本持平。

2. 地方政府专项债提前发力的规模有限

2023 年，地方政府一般债务限额 165489.22 亿元，专项债务限额 256185.08 亿元，新增限额分别为 7200 亿元和 3.8 万亿元，地方专项债的新增限额相比去

年提高了 1500 亿元。考虑到 2022 年实际新增地方政府专项债 3.97 万亿元，今年地方财政的扩张空间与去年也基本持平，只是政策前置程度更高。今年地方政府的提前批专项债早在去年 11 月份就被下达，且额度高达 2.19 万亿元，占今年全部新增额度的 57.6%。

表 1 提前批专项债的下达时间和规模

批次	下达时间	下达额度 (万亿元)	本年专项债额度 (万亿元)	下达额度占本年额度 比重 (%)
2019 年提前批	2018.12	0.81	2.15	37.67
2020 年提前批	2019.11	1	3.75	26.67
2021 年提前批	2021.3	1.77	3.65	48.49
2022 年提前批	2021.12	1.46	3.65	40
2023 年提前批	2022.11	2.19	3.8	57.63

资料来源：财政部、中国社会科学院经济研究所。

但从实际发行节奏来看，一季度地方专项债的发行并不及预期。在上半年要将提前批专项债资金用完的要求下，今年一季度的地方专项债应有较大幅度增长。但一季度地方专项债实际增长了 13758 亿元，与去年同期基本持平，占到提前批的 63%，占比低于去年。今年四月份，地方政府债券存量规模也仅增加了 4000 余亿元，二季度是否能完成今年的提前批额度尚不确定。尽管 2023 年地方专项债的提前批额度远高于 2022 年，但一季度实际新增规模与 2022 年一季度持平，财政靠前发力的效果有限。

从额度的分配来看，地方专项债新增额度分配更倾斜大省，有助于提升全国整体的专项债项目建设能力和债务风险防范能力。地方专项债的额度分配主要遵循几个原则：第一，充分考虑各地区财力和债务风险水平，向财政实力强、债务风险低的省份倾斜，控制高风险地区新增限额规模，避免高风险地区风险累积。第二，坚持“资金跟着项目走”，对成熟和重点项目多的地区予以倾斜，重点支持有一定收益的基础设施和公共服务等重大项目以及国家重大战略项目。第三，充分体现“奖罚分明”，对违反财经纪律和资金使用进度慢的地区扣减额度，对管理好、使用快的地区予以适当奖励。这几条原则基本与地方财政、经济实力正相关，和地方债务风险负相关，因而也部分导致了发行受限。

一季度地方政府性基金收入 9920 亿元，其中土地出让金收入为 8728 亿元，相比去年一季度分别下降了 23.6%和 27.0%。2022 年全年地方政府土地出让金收入已经相比 2021 年下降了 2 万多亿元，仅完成了预算的 79%，相应支出也有所下降。根据财政预算，2023 年全国政府性基金预算收入 78170 亿元，相比 2022 年增长 0.4%，从一季度形势来看，今年完成预算的难度仍然较大，这也会限制地方政府的相关支出。

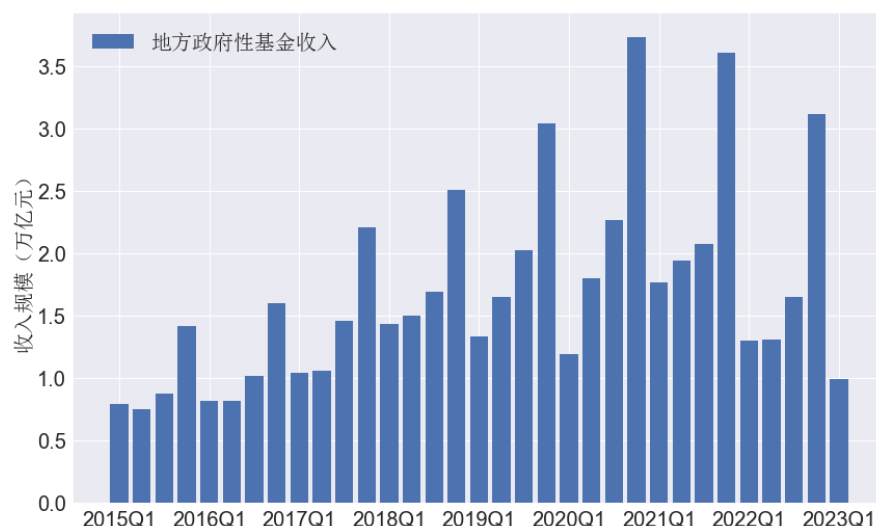


图 19 政府性基金收入

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

总体来看，今年的财政力度与去年基本持平，虽然从提前批额度上可以看出财政当局希望提前发力，但一季度债务增长态势与去年一致，提前批的完成率并不高。这也体现出地方专项债这一政府负债工具的局限性：这一工具既要承担宏观逆周期调控的职能，还要按照市场化原则运行，需产生一定收益，而这两个目标在现实中很有可能是冲突的。如果目标是通过地方专项债形成的国有资产能产生一定收益，最有效的方法仍然是以市场为主体进行投资，财政应通过减税、补贴等方式予以配合。而当前的地方专项债发力，主要目标显然是逆周期调节，通过政府加杠杆提高全社会的信心，增加投资。而这很难通过地方专项债的形式得以实现。

（四）金融部门杠杆率企稳回升

2023 年一季度，资产方口径下的金融杠杆率从 2022 年末的 50.0%升至 52.7%，上升了 2.7 个百分点；负债方口径下的金融杠杆率从 2022 年末的 64.4%升至 65.6%，上升了 1.2 个百分点。一方面是商业银行资产负债表大幅扩张，旨

在为实体经济提供更多的资金支持。另一方面则是银行间同业拆借和银行对非银行金融机构的净借出占比也在提升，金融去杠杆进程基本结束，金融机构以更大的力度为实体经济提供资金。

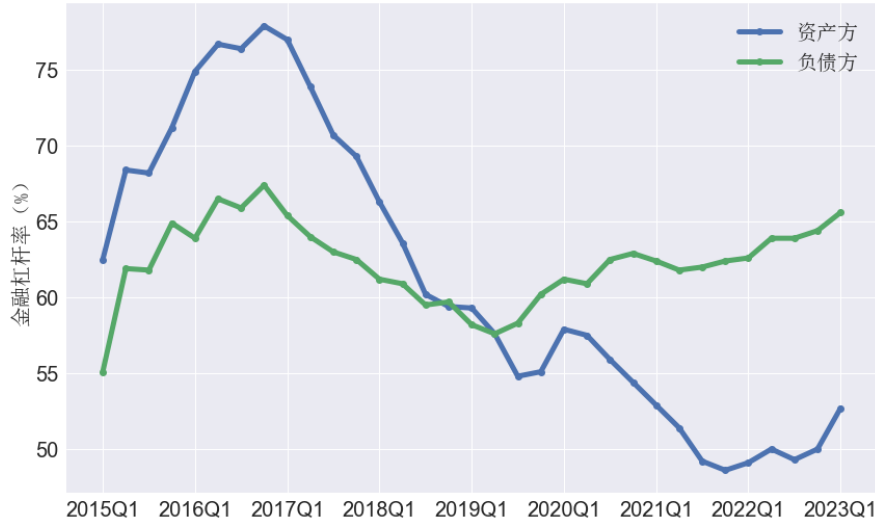


图 20 宽口径金融部门杠杆率

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。

1. 商业银行资产负债表持续扩张

在货币政策较为宽松的立场下，自 2022 年以来，商业银行资产负债表和货币供应量都在加速扩张。今年一季度，商业银行资产负债表同比扩张了 10.7%，广义货币供应量也相应提高了 12.7%，居民存款提高了 18.0%。银行资产负债表的扩张反映在非金融部门，主要体现的就是居民存款大幅度增长。商业银行通过资产负债表扩张，向实体经济提供了更大的资金供给，货币政策较为积极。

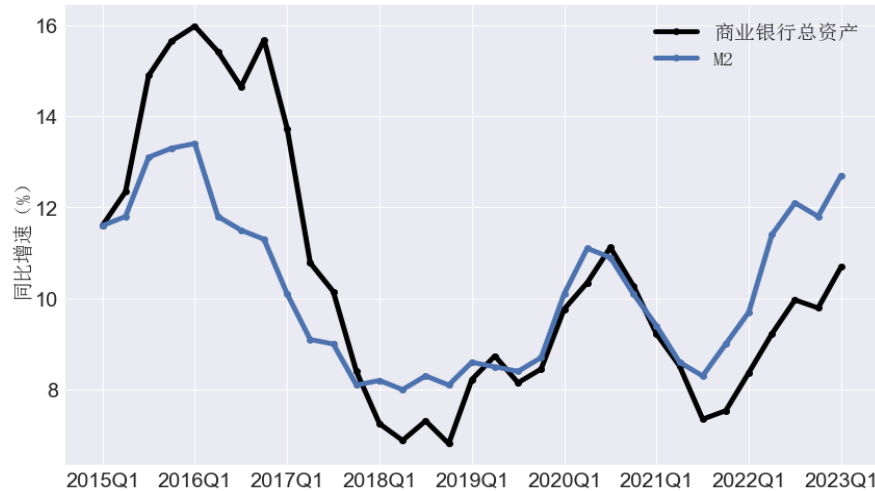


图 21 银行资产负债表及货币增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 金融机构间债务规模上升

2016 年之后金融去杠杆的过程中，银行间同业贷款及商业银行向影子银行提供的资金规模在商业银行资产负债表中的占比不断下降。银行间同业拆借的规模和银行向影子银行拆借的规模在 2022 年已经触底，金融杠杆率不再下降。今年一季度，银行对影子银行的净借出占比还有所抬升，资产方口径下的金融杠杆率明显上升。信托融资、委托融资这类表外债务规模的变化也与这一走势相吻合，金融去杠杆基本结束。

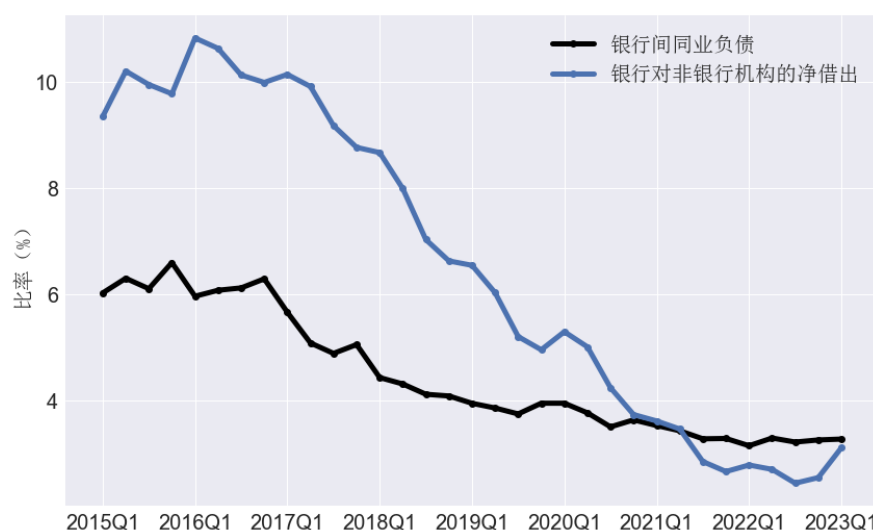


图 22 银行间同业贷款及银行向影子银行的净借出在商业银行资产负债表中占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三、总结与展望

（一）经济复苏态势将决定宏观杠杆率的最终走势

一季度宏观杠杆率超预期上升，主要原因在于名义 GDP 增速较低，同比仅增长了 5.0%，而货币和债务的增速并不算高，分别仅增长了 12.7%和 10.1%。可见，经济增速，尤其是名义经济增速，是决定当前宏观杠杆率走势的关键因素。在一般价格水平增速偏低的环境下，需要更高的实际经济增长才能降低宏观杠杆率的增速。从全社会债务水平来看，其增长较为克制。而财政政策的“加力提效”要求政府部门扩大财政赤字，更为主动地加杠杆。因此，全社会债务的增速很难在短期内有所下降，通过提高债务拉动消费和投资是当前逆周期调节所必须的手段。

通过这些逆周期调节手段，究竟能多大程度上拉动经济增长决定了未来一段时间宏观杠杆率还会有多大程度的提高。在基准假设条件下，如果今年实际经济增速为 4.5%，GDP 缩减指数为 2%，则全年宏观杠杆率将最终上升 8 个百分点。且在这一情景下，未来几年的宏观杠杆率仍将继续上升。

（二）加强财政政策与货币政策的协调配合

当前财政政策发力不足的主要原因有两点：一是财政当局受到所谓 3%赤字率“隐形红线”的限制，在扩大财政赤字方面有所顾忌；二是中国央行特殊的资产负债表结构，对财政的支持力度较低。对于第一点，3%赤字率本是欧盟成员国的准入限制，至今也并没有找到相应的理论支撑。当前主要发达国家并没有普遍遵守这一限制，突破 3%赤字率的国家越来越多。全球金融危机后，美国和英国政府部门的净资产已经转为负值，总负债规模超过总资产规模，但这并没有直接伤害其财政稳定性。对于第二点，我国央行受上世纪 80-90 年代几轮通胀冲击的影响较大，在很长时间里都是在积累对抗通胀的经验，在货币及信用扩张方面也普遍较为保守。央行并没有如主要发达国家那样以国债为基础发行基础货币，在 2014 年之前主要以外汇储备为基础，2015 年之后则主要靠央行贷款来供应基础货币，国债占比非常低。这也导致了财政当局发行国债的空间受限，想积极也难。

另一方面，央行则承担了越来越多的准财政职能，非常强调结构性货币政策。当前，央行的结构性货币政策工具余额已达到 6.4 万亿元，占央行资产负债表总规模的 15%左右，已经是非常重要的一项货币政策工具。诚然，各类结构性政策工具会起到一定的“调结构”效果，但我们很难指望央行一个部门能够准确把握所有行业的未来发展潜力及需要政策支持的紧迫程度。结构性货币政策还有可能破坏市场公平竞争环境，甚至带来政策套利及相应的资金空转现象，效果会大打折扣。当前财政的“缺位”和央行的“补位”只能是权宜之计。

因此，建议在建立现代中央银行制度的要求下，重塑央行资产负债表，加大国债在央行总资产中的占比，降低结构性货币政策工具占比，财政当局可突破 3%的赤字率限制，同时降低地方专项债占比，发行更多的国债和地方一般债。通过政府主动加杠杆的方式为经济复苏提供较强的动力，提升增长预期，激发和撬动民营投资和市场内生动力。

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。