



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

2021 年 7 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、特殊资产行业运行等领域的动态，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。

“完美去杠杆”下的隐忧

——2021 年二季度中国杠杆率报告

摘 要

- 2021 年二季度宏观杠杆率继续下降，降幅为 2.6 个百分点，上半年共下降了 4.7 个百分点，实现了达里奥意义上的“完美去杠杆”。
- 分部门看，居民杠杆率基本平稳，降幅为 0.1 个百分点，上半年共下降 0.2 个百分点；非金融企业部门杠杆率大幅下降了 2.6 个百分点，上半年共降低 3.5 个百分点，连续四个季度下行；政府杠杆率微弱上升 0.1 个百分点，上半年共下降了 1 个百分点，债券发行进度依然缓慢。
- “完美去杠杆”归因于名义经济增速保持高位。但“完美去杠杆”也存在隐忧：一是 PPI 与 CPI 之差拉大，挤压了下游行业利润和生存空间；二是企业持续大幅去杠杆，可能引发资产负债表式衰退；三是实体经济恢复放缓，消费不及预期，基建低迷，出口增速开始下降；四是地方融资平台多半为僵尸企业，违约风险较大。

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

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、总判断：宏观杠杆率继续下降，实现了“完美去杠杆”	1
二、分部门杠杆率分析	2
（一）居民杠杆率保持平稳略有下降	2
（二）非金融企业部门持续去杠杆，警惕资产负债表式衰退 ..	6
（三）政府杠杆率微弱上升，债券发行依然疲弱	10
（四）金融部门杠杆率继续下降，央行降准有助于降低金融机构 成本	12
三、宏观杠杆率走势与展望	14
（一）实现了阶段性的“完美去杠杆”	14
（二）“完美去杠杆”下的隐忧	14
（三）宏观杠杆率展望：全年去杠杆或达 8 个百分点	16

一、总判断：宏观杠杆率继续下降，实现了“完美去杠杆”

2021 年二季度宏观杠杆率下降 2.6 个百分点，从一季度末的 268.0% 下降至 265.4%；上半年共下降了 4.7 个百分点。二季度 M2/GDP 下降了 2.9 个百分点，从一季度末的 214.9% 降至 212.0%。从去杠杆态势上看，宏观杠杆率已经从 2020 年三季度末的最高点 271.2% 持续经历了三个季度的下降，且下降幅度逐季加大，三个季度共下降了 5.8 个百分点，去杠杆的力度非常之大。

经济提速仍为季度去杠杆的最主要因素。二季度债务环比增速为 2.2%，虽然相较 2020 年同期大幅下降，但与 2018 和 2019 年的二季度环比增速基本一致。可见今年二季度实体经济债务增长已基本回归常态。但二季度的名义 GDP 无论从同比增速上看，还是环比增速上看，都保持在一个非常高的水平。单季度同比增速达到 13.6%，低于一季度的 21.2%；但相比 2019 年二季度，2020 和 2021 两年的复合平均增速达到了 8.2%，已经超过了 2019 年二季度的同比增长水平。从环比上看，今年二季度名义 GDP 相比于一季度环比增长了 13.5%（未季调未折年），超过了 2012 年以来历年二季度的环比增长水平。可以说，从名义值来看二季度的增速是超预期的，也正是这一超预期增长，加速了宏观杠杆率的下降。

但实际 GDP 增速从一季度的 18.3% 下降到二季度的 7.9%，实体经济恢复减弱，未达到潜在增长水平。由此出现了名义增速与实际增速之间的较大缺口，GDP 缩减指数达到了 5.7%，也是 2012 年以来的最高水平。

名义 GDP 增速高于实际增速并非什么新的宏观经济现象。但在较长一段时间里，名义 GDP 增速都没有成为宏观分析框架中的重要角色。它在今天变得如此关键，恰在于稳（去）杠杆的大背景。从稳增长的角度，一般更关注 GDP 的实际增速，因此对于二季度的分析，大多偏悲观，认为尚未达到潜在增长率水平。但从防风险的角度，考虑到名义 GDP 的较快增速带来宏观杠杆率的下降，却是一件大好事。而且，二季度名义 GDP 增速超预期，主要是因为 PPI 的大幅攀升，而一般物价水平即 CPI 却维持在低位，从而实现了达里奥意义上的“完美去杠杆”。

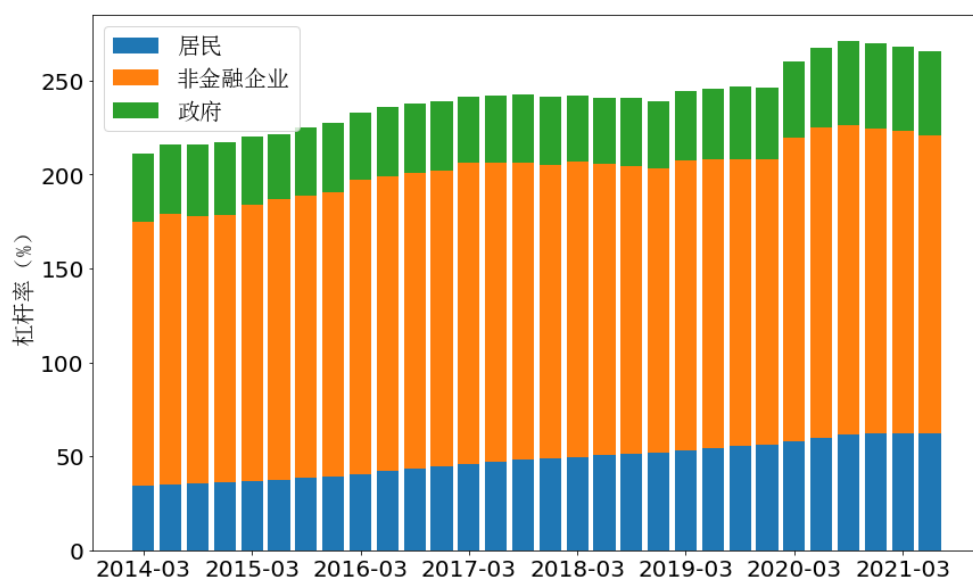


图1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率保持平稳略有下降

2021年二季度居民部门杠杆率下降了0.1个百分点，从一季度末的62.1%下降至62.0%，已经连续两个季度轻微下降；上半年共下降了0.2个百分点。在名义GDP增速较快的情况下，居民杠杆率仍基本稳定，说明居民债务增速仍然较快。

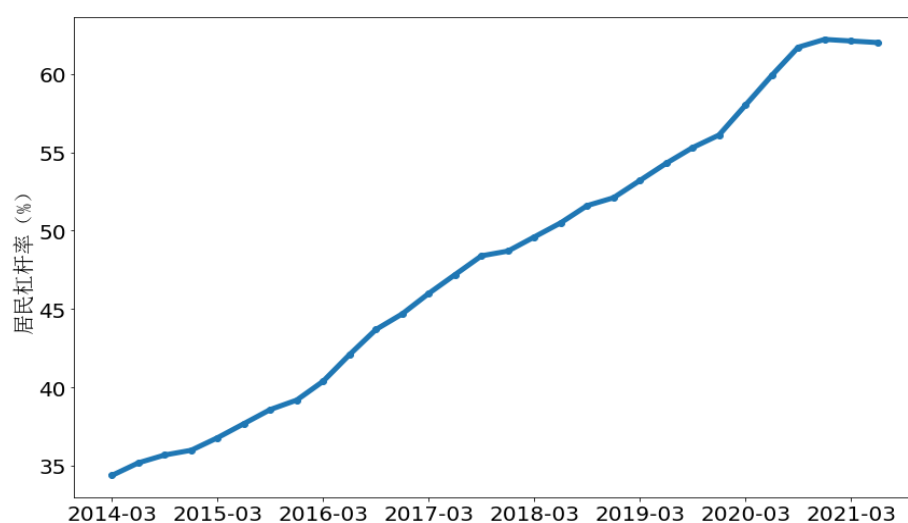


图2 居民部门杠杆率

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. 房地产交易活跃，但房贷增速较缓

2021 年前两个季度，居民中长期贷款和住房贷款与 GDP 之比都在持续下降。中长期贷款与 GDP 之比从 2020 年末的 40.1% 下降到 39.7%，住房贷款与 GDP 之比从 2020 年末的 34.0% 下降到 33.5%。居民短期消费贷款也有轻微下降。唯一保持上涨的是居民经营性贷款，且增幅较大，其与 GDP 之比从 2020 年末的 13.4% 增长至二季度末的 14.1%。从 2020 年下半年开始，居民债务出现了一个非常明显的新变化，即住房贷款和短期消费贷款的增速和占比都开始下降，而居民经营性贷款的增速和占比都开始提升。

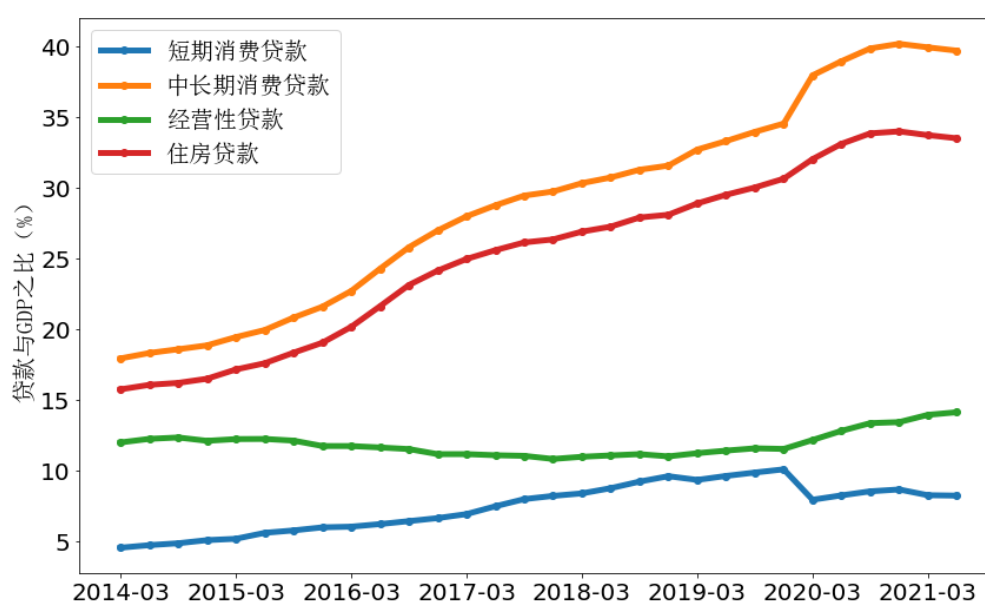


图3 居民部门各类贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

我们在之前的几次报告中曾多次分析出现这一新趋势的主要原因，大体归结为两点。一是疫情期间从政策上对中小企业的支持，导致大量价格较低的信贷资金通过经营性贷款的形式流向居民部门，从而支持实体经济的稳定。二是居民住房按揭贷款的价格较高，使得有融资需求的居民更喜欢去借经营贷，而不是房贷。从商品房交易数量来看，房地产市场的活跃度依然非常高。2020 年二季度开始，房地产交易套数出现了较大的反弹，已经达到了 2017 年以来商品房交易的新高。而今年二季度的交易量更是大幅超过去年同期，可见住房交易市场的火爆。上半年，上海和北京的住房价格又有一定幅度的上升。房地产市场的活跃和住房价格的坚挺是居民部门债务增速较高、杠杆率基本持平的主要原因。

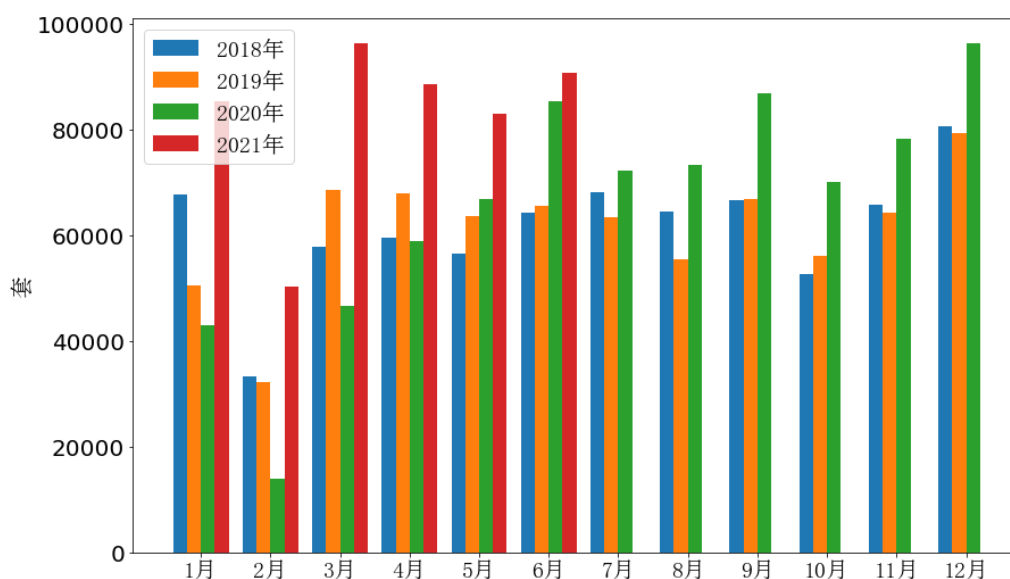


图4 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2021 年以来，监管当局对房地产的控制有所加强，一方面是从房地产贷款的总规模上加以限制，另一方面是个人住房贷款的利率有所提升。个人住房加权平均利率从 2020 年四季度的 5.34% 升高至今年一季度的 5.37%，虽然还低于 2019 年末的 5.62%，但从趋势上看已经开始上升。从利率水平上看，货币政策是在向常态化回归，住房贷款规模也上涨较慢。

居民杠杆率在近几年内的趋势是走稳，并将保持缓慢上升态势。但居民经营性贷款不会长期保持一个上升且占比加大的态势。我们预计，随着货币政策更为常态化，住房贷款的增速还是要高于 GDP 增速，仍是拉动居民杠杆率缓慢上升的主要动力。

2. 居民储蓄率向常态回归，居民消费支出恢复

今年居民的储蓄率开始向常态回归。2020 年以来，居民部门储蓄率显著上升，尤其是 2020 年一季度居民储蓄率上升幅度最为明显。根据全国人均可支配收入和全国人均消费支出计算出来的储蓄率，居民储蓄率在去年一季度达到 40.6% 的峰值，一个季度就跃升了 10.6 个百分点。随后几个季度的储蓄率有所下行，但根据这种方法计算出来的储蓄率有明显季节性效应，因此 2020 年二季度以来的储蓄率下降并不能看出整体趋势。但从居民消费和可支配收入的同比增速来看，在今年一季度已经出现了交叉，即消费增速超过了可支配收入的增速，且二者之

间的差距在二季度还在拉大。由此我们基本可以判断，居民储蓄率自 2021 年以来开始了下降的趋势，逐渐向过去几年的稳定状态回归。

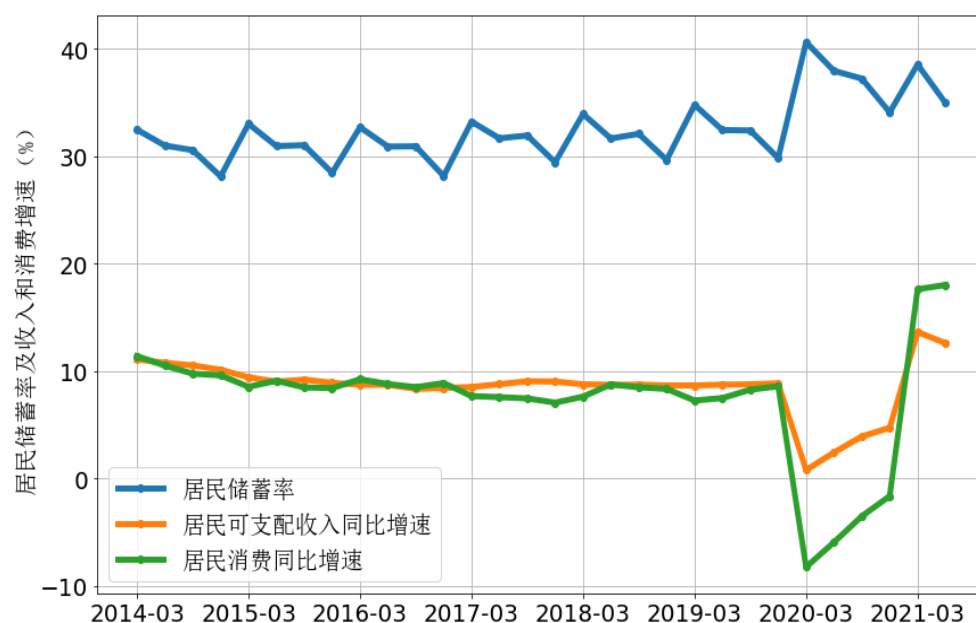


图 5 居民储蓄率

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从趋势上看，居民消费处于平稳的恢复状态中，且高于社会消费品零售总额的增速。受基数效应的影响，二季度居民可支配收入的同比增速低于一季度，但居民消费支出同比增速还要高于一季度。总体上看，当前消费增速并未恢复到位，仍处于潜在增速之下，这也是二季度实际 GDP 增速放缓的部分原因。未来一段时间，居民消费有较大恢复空间。尤其是当房地产价格趋稳，以及经济增速仍保持较高水平时，更有利于鼓励居民提高消费支出，带来居民储蓄率下降。

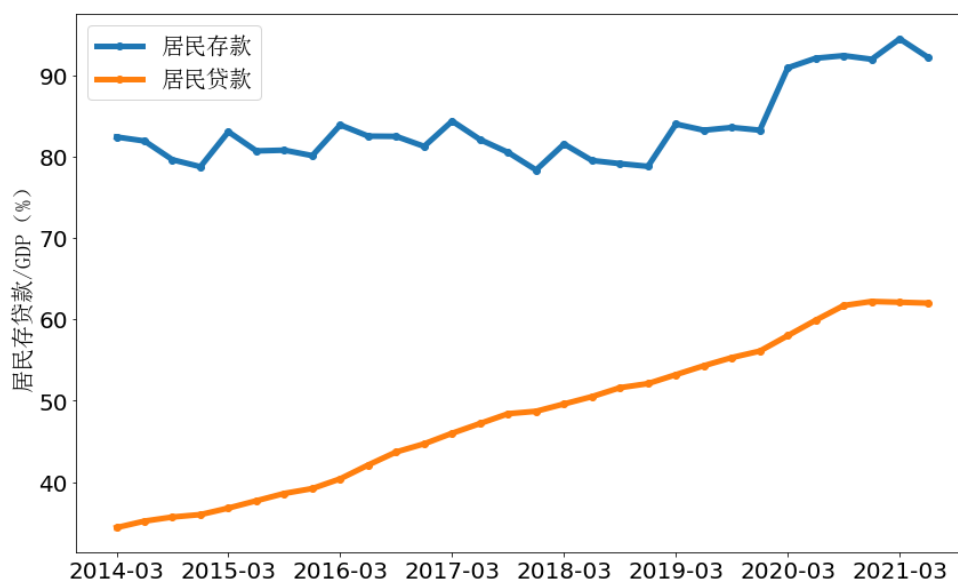


图6 居民存款、贷款占GDP的比重

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

(二) 非金融企业部门持续去杠杆，警惕资产负债表式衰退

2021年二季度，非金融企业杠杆率下降了2.6个百分点，从一季度末的161.4%降至158.8%；上半年共降低了3.5个百分点，已经持续四个季度下行。非金融企业杠杆率正在向2019年末的水平回归，未来大概率仍继续下行。

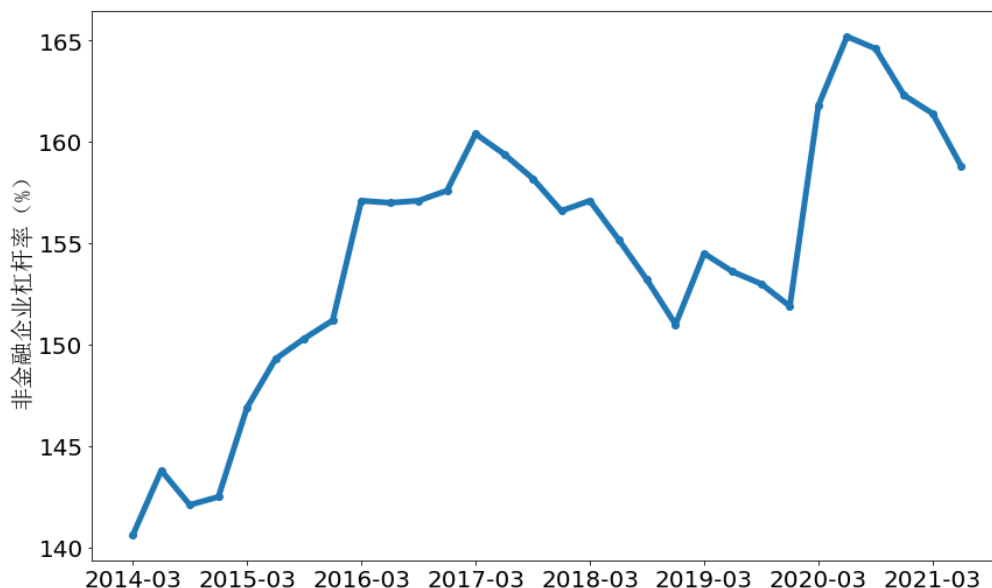


图7 非金融企业部门杠杆率

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. 企业债务结构继续优化

一季度非金融企业银行贷款同比增速仍在下降，已经降至 10.8%，低于名义 GDP 增速，基本恢复到 2019 年的水平。今年前两个季度，宏观经济恢复态势比较有利，1-5 月份工业企业累计收入和累计利润的同比增速均非常高，分别超过了 30%和 80%。但相应的企业贷款增速并未提高，有三方面的因素。一是货币政策回归常态，2020 年推出的临时性信贷支持政策工具完成历史使命，基本退出了。二是银行对企业的贷款结构有所调整，中长期贷款占比上升，短期贷款占比下降。从行业上看，制造业贷款、基建贷款的同比增速都比较高，但其它一些上游行业的贷款增速较低。三是 2020 年企业部门账面上积累了大量资金，为今年的投资扩张提供保障，企业部门的贷款增长有限。非金融企业的表外融资继续下降。上半年，委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票三项表外融资净减少了 8436 亿元，同比多减 8699 亿元。企业部门的债务结构继续分化，影子银行持续压降。人民银行测算的影子银行类资管产品、非标债权、资金在金融体系内部的循环规模分别比历史高峰下降了五分之一到四分之一，金融风险得到有效防范，金融结构和企业的债务结构持续优化。

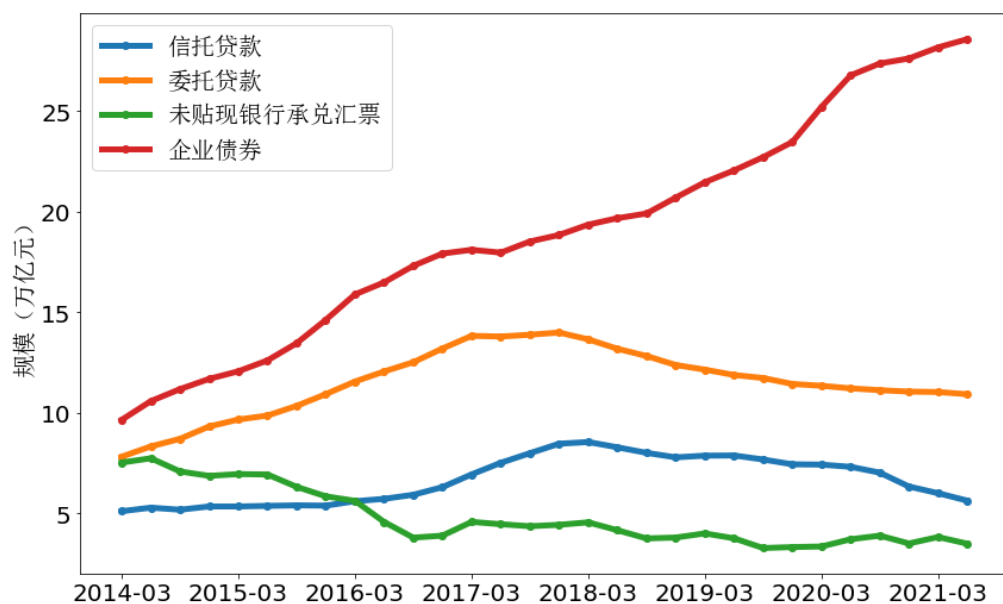


图 8 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 企业投资增速有所下降，基建投资增速下滑最大

2020 年的基期效应并未对今年投资增长有较大影响，两年平均来看，投资下滑的比较严重。从固定资产投资增速来看，上半年固定资产投资累计增长了 12.6%，其中房地产增长了 15.0%，制造业投资增长了 19.2%，基建投资增长了 7.2%，民间投资增长了 15.4%。可见，基建投资增速的下滑是投资需求贡献较低的主要原因。这与一季度投资快速拉动经济增长的局面反差较大。二季度企业部门的投资并不算旺盛，对债务融资需求有限，也是企业部门杠杆率下降的一个重要因素。

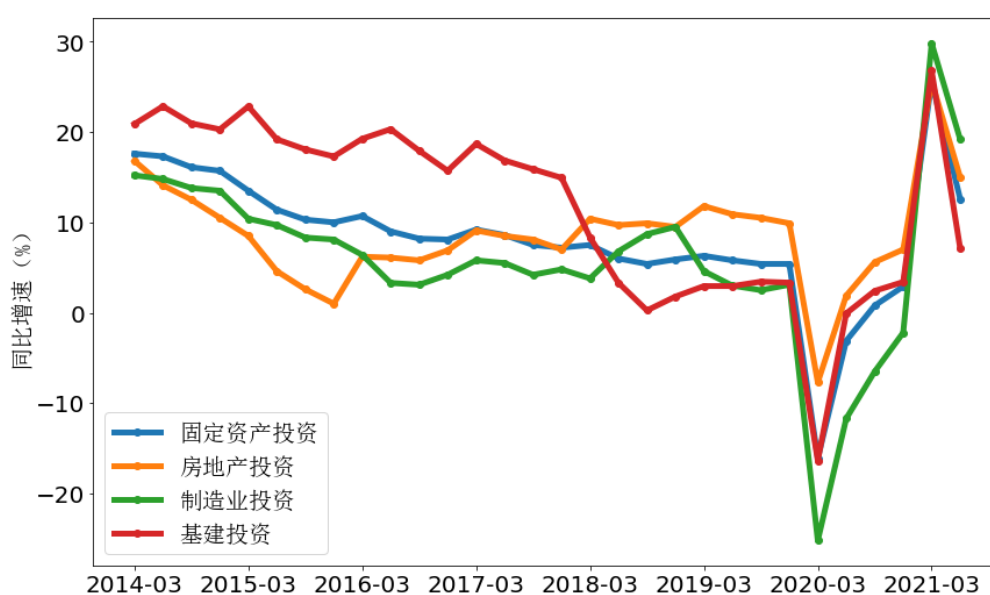


图 9 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

企业存款与 GDP 之比略有下降，从 2020 年末的 67.7% 下降到 65.3%。这一比例在二季度基本保持了稳定，企业部门债务下降的同时，存款规模基本保持稳定，也侧面反映了企业的投资意愿并不强。

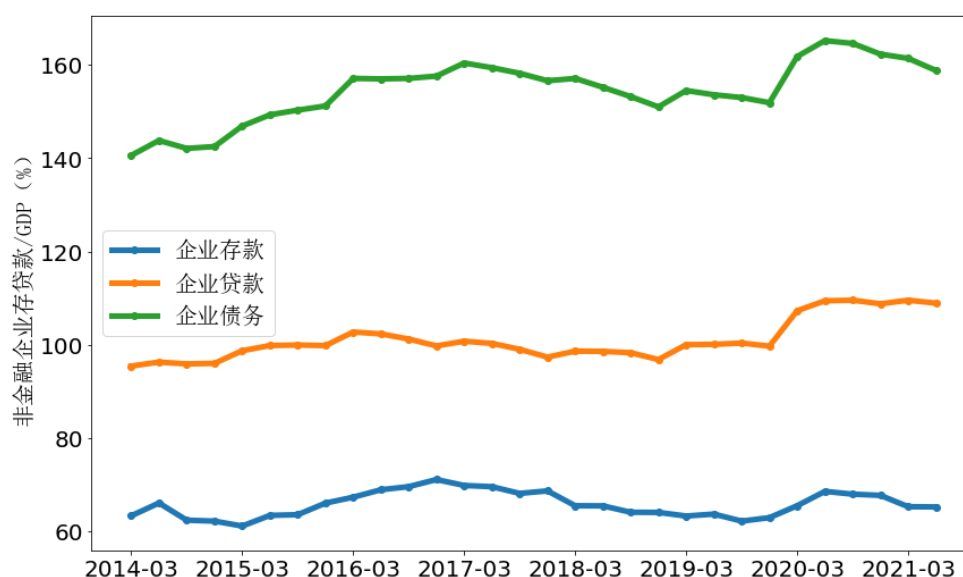


图 10 非金融企业存款、贷款、债务与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

3. 警惕企业去杠杆引发资产负债表式衰退

非金融企业部门负债增速下降，从 2017 年以来就进入去杠杆过程，仅在去年一季度有一次较大反弹。与此同时，企业投资的增速也较为低迷，2014 年以来就处于一个逐步下滑的趋势中，企业的存款基本保持稳定。从工业企业总资产和总负债的增速中可以看出，在 2014 年之前，二者增速基本维持在 10% 以上，但 2014 年之后便出现了一个较大幅度的下降，工业企业资产和负债的增速同时降低。

在去杠杆的大背景下，企业获得利润后并不愿意增加投资，而是优先偿还债务，且降低新的举债规模。企业部门杠杆率因此不断下降，从而为宏观杠杆率的下降作出贡献。事实上，目前的总体去杠杆完全是由企业部门来实现的。但值得警惕的是，如果企业都专注于修复资产负债表，有了利润就还债，没有新增投资，将可能引发辜朝明所说的资产负债表式衰退。

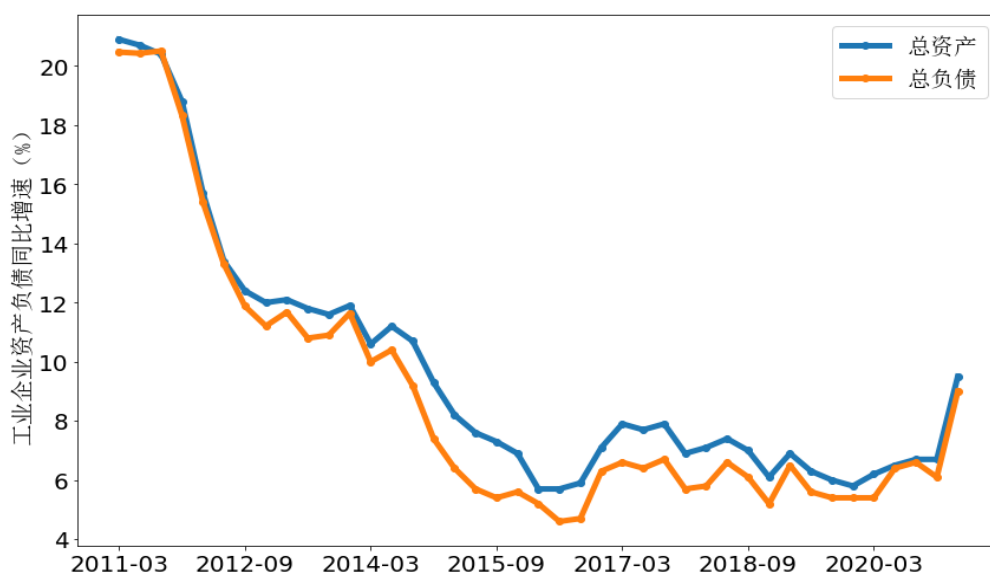


图 11 工业企业资产和负债的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

(三) 政府杠杆率微弱上升，债券发行依然疲弱

政府部门杠杆率从一季度末的 44.5% 微幅上升至二季度末的 44.6%，上升了 0.1 个百分点，上半年共下降 1 个百分点。其中，中央政府杠杆率从一季度末的 19.8% 降至 19.4%，降幅为 0.4 个百分点；地方政府杠杆率从一季度末的 24.7% 上升至 25.2%，增幅为 0.5 个百分点。相比于往年二季度来看，今年二季度政府杠杆率上升幅度不大，下半年会有更大的升幅。

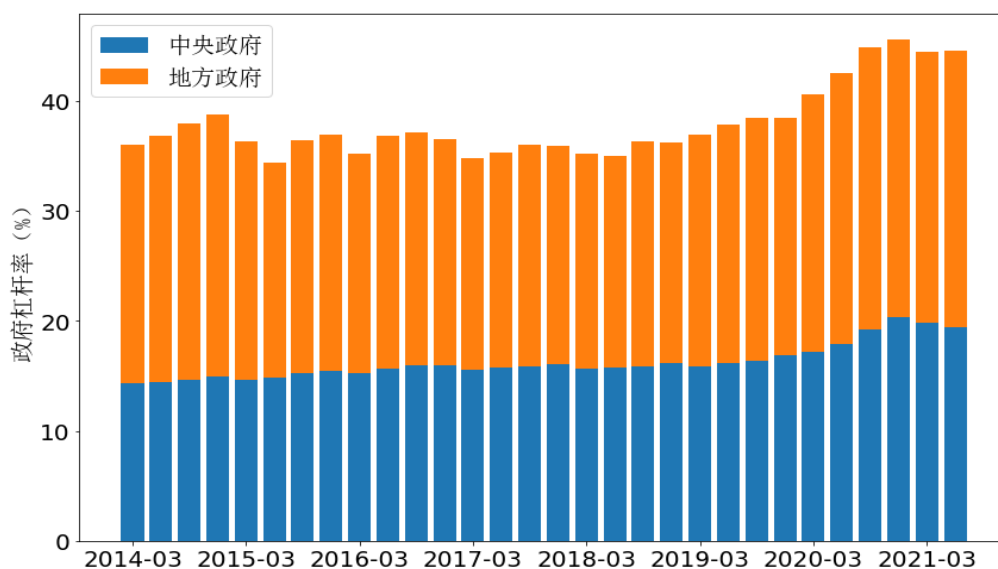


图 12 政府部门杠杆率

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。

2021 年新增国债限额 2.75 万亿，新增地方债限额 4.47 万亿，共计 7.22 万亿元。而上半年国债仅新增了 3401 亿元，地方债新增了 1.88 万亿元，共计新增 2.22 万亿元，仅为全年新增债务限额的 30%。无论是国债，还是地方政府专项债的发债需求都比较低，预计下半年的发债速度会大幅上升。

表 1 政府债务余额与限额（亿元）

		国债	地方债			政府债务合计
			一般债务	专项债务	地方债合计	
2020 年	债务限额	213008	142889	145185	288074	501082
	债务余额	208906	127395	129220	256615	465521
	新增债务限额	37800	9800	37500	47300	85100
	实际新增债务	40868	8701	34842	43543	84411
2021 年上半年	债务限额	240508	151089	181685	332774	573283
	债务余额	212307			275453	487760
	新增债务限额	27500	8200	36500	44700	72200
	实际新增债务	3401			18838	22239

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

从历年经验来看，上半年地方政府债券一般都会发行过半，普遍达到 60% 左右的发行进度，但今年仅为新增限额的 30%。发行进度较为缓慢的两个主要原因是资金需求不足和资金支出受限。由于 2020 年通过专项债所筹集的资金规模较大，大量账面资金尚未花完，降低了今年上半年的资金需求。更重要的是，政策当局出于对财政风险的考虑，不断加强对地方政府债务和支出的监管，而过去传统大部分地方政府的基建投资项目都收益有限，导致地方政府支出下降。从政府的预算内收入和支出中可以看出，上半年全国一般公共预算收入 11.7 万亿元，同比增长 21.8%；一般公共预算支出 12.2 万亿元，同比增长 4.5%，收入增速远超支出增速。债务发行规模有限，同时预算内财政的支出也增长缓慢，最大的影响便是基建投资放缓，上半年基建投资增速由一季度的 26.8% 骤然下降到 7.2%。考虑到基期的因素，这一同比增速是非常低的。

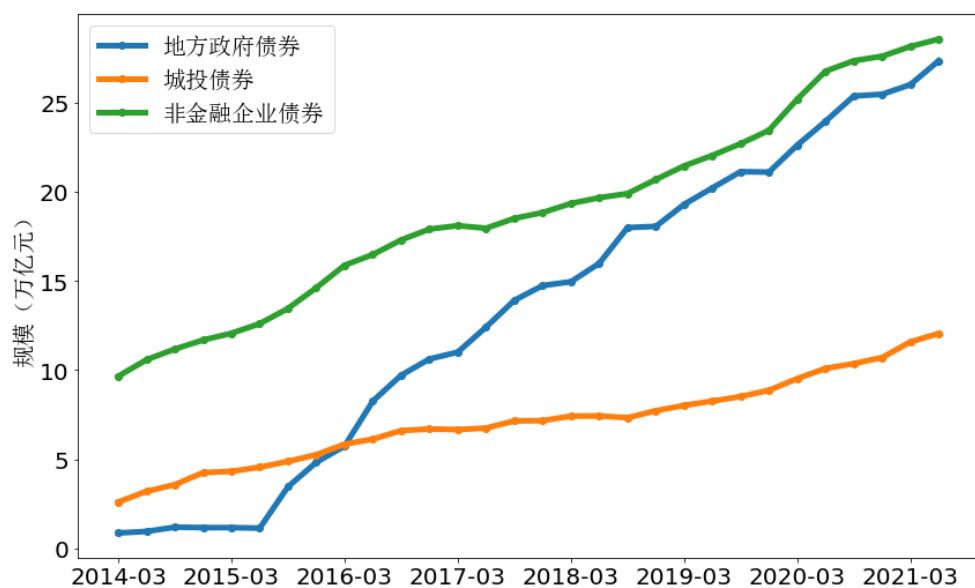


图 13 债券存量规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

（四）金融部门杠杆率继续下降，央行降准有助于降低金融机构成本

2021 年二季度，资产方统计口径下的金融杠杆率由一季度末的 52.8% 下降到 51.3%，下降了 1.5 个百分点。负债方统计口径下的金融杠杆率由一季度末的 62.3% 下降到 61.7%，下降了 0.6 个百分点。金融杠杆率仍有所下降。

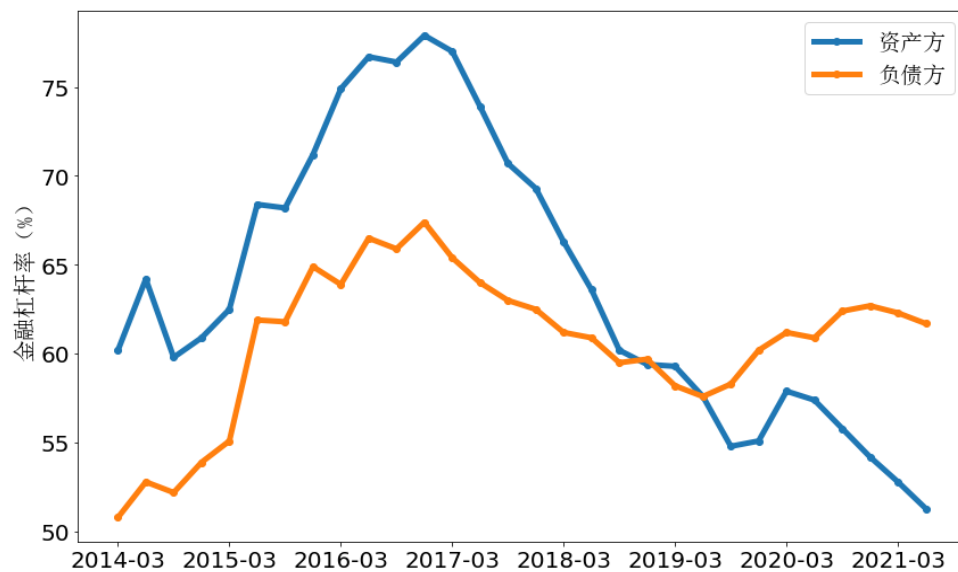


图 14 宽口径金融部门杠杆率

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。

从利率水平来看，债券收益率和银行间回购利率（DR007）自 2020 年 5 月份便开始走高，在今年 3 月份以来基本平稳。由于债券融资需求有限，国债和企业债收益率也在上半年有所下降。

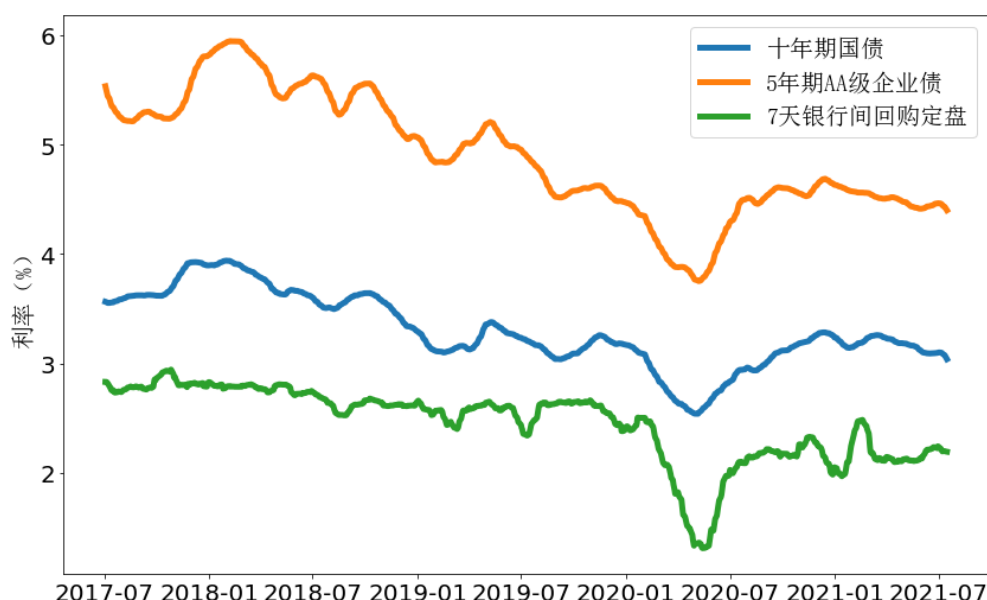


图 15 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

央行在今年 7 月份下调了存款准备金率。这次降准共释放长期资金 1 万亿元，其中一部分用于归还到期的 MLF，另一部分用来弥补 7 月份税期高峰带来的流动性缺口。央行解释这次降准的主要目的有三：一是保持流动性合理充裕的同时增强金融资金的配置能力；二是调整央行资产负债表结构，为实体经济提供长期稳定的资金来源；三是降低金融机构的成本约每年 130 亿元。我们也在之前的杠杆率系列报告中多次呼吁央行可逐渐降低准备金率，代替 MLF 来释放长期资金。

自 2014 年外汇储备出现拐点之后，央行主要采用向商业银行的几种借贷便利来代替外汇占款，成为基础货币的新发行基础。这几种创新基础货币发行工具在引导资金流向和疏通货币政策利率传导方面发挥了效用，但也带来一些问题。首先是商业银行缺乏有效的长期资金。MLF 自 2017 年以来都是 1 年期便利，每一笔投放在一年到期时都面临着续作来保持基础货币的稳定和银行间流动性的平稳。虽然央行每次都会在到期前投放或到期续作，但毕竟不如长期资金更为稳定。本次降准的目的也专门提到了要“为实体经济提供长期稳定的资金来源”。二是央行资产负债表不断扩大。由于 MLF 操作会同时增加央行资产负债表的两

端,发放 MLF 在理论上就是央行的扩表行为,这导致虽然没有外汇储备的影响,但央行资产负债表规模仍在上升。降准则有利于央行扩表速度减慢。三是提高了银行的资金成本。对金融机构来说,一边是 1.6%的法定准备金利率和 0.35%的超额准备金利率,一边是 2.95%的 MLF 利率。中间有 2%左右的利差形成了商业银行的成本和中央银行的收入,本质上是向实体经济争利,降低了商业银行的利差收入。而降准则是变相为实体经济让利。在疫情冲击下,商业银行的坏账率上升,且为了支持经济恢复商业银行也普遍降低小微企业融资成本,使银行的收入和利润都受到影响。普惠性的降准有利于降低商业银行经营压力,引导金融体系继续向实体经济让利。

三、宏观杠杆率走势与展望

(一) 实现了阶段性的“完美去杠杆”

达里奥曾提出了三种去杠杆形式:通缩去杠杆、通胀去杠杆和完美去杠杆。完美去杠杆指的是货币支持适度,实体经济增长,名义增长高于名义利率,最终实现去杠杆。这里的关键是经济名义增速较高,且不会引起一般价格水平的较大幅度上升。从这个意义,今年上半年,我们实现了阶段性的“完美去杠杆”:名义 GDP 增速较快带来杠杆率下降,与此同时,一般物价水平(以 CPI 来衡量)却维持在低位。

中国在 2003-2008 年也实现过一次非常完美的去杠杆过程,经济高速增长的同时宏观杠杆率持续下降,5 年间宏观杠杆率下降了 8.2 个百分点。这段时期的债务增速并不算低,但名义经济增速更高,金融稳定性反而得到加强,当时银行体系中存在的大量不良资产都通过经济发展得以解决。

(二) “完美去杠杆”下的隐忧

阶段性“完美去杠杆”背后存在隐忧。

首先,PPI 与 CPI 差距拉大不利于下游企业与经济恢复。6 月份的 PPI 增速达到了 8.8%,是 2009 年以来的最高水平,而 CPI 增速仅有 1.1%,核心 CPI 为 0.9%,GDP 缩减指数达到了 5.7%。受 PPI 与 CPI 差距影响最大的是下游企业。下游企业普遍以 PPI 核算成本,以 CPI 核算收入,两个价格的差距提高了这部分

企业的成本，但又很难向最终产品价格传导，导致企业利润水平下降。从工业企业来看，上游企业利润占比增加，下游利润占比下降。虽然整体工业企业利润增速非常之大，但如果出口减弱，则下游企业可能会承受较大的压力。而下游企业很多是中小微，如果这部分企业不堪承压过大退出市场，将非常不利于经济恢复。

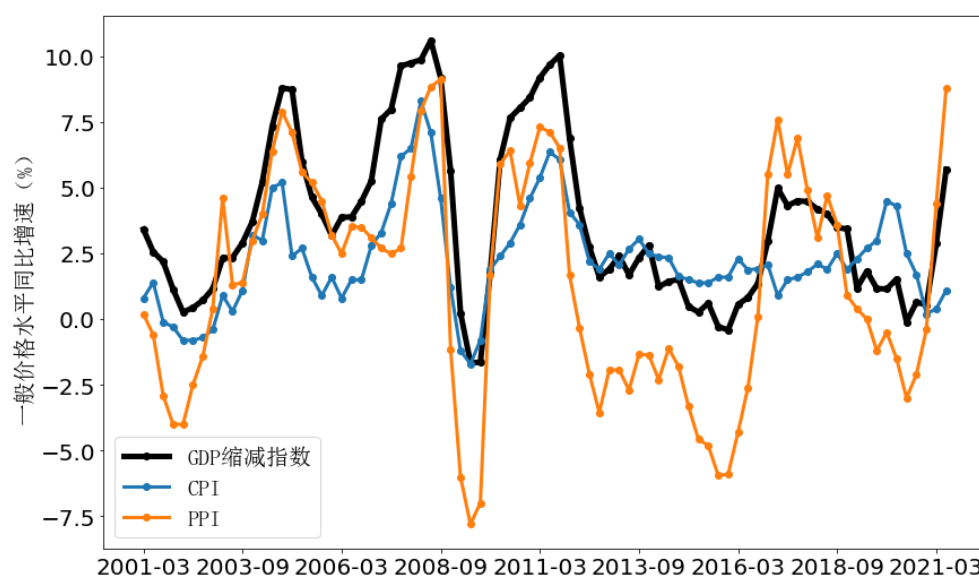


图 16 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

其次，企业部门持续去杠杆可能引发资产负债表式衰退。企业部门已经连续四个季度去杠杆，由 2020 年二季度的 165.2% 降到今年二季度的 158.8%，杠杆率降幅达 6.4 个百分点。投资上不去与企业去杠杆有很大关系（或互为因果）。我们担心，如果企业部门都专注于修复资产负债表，没有新增投资，可能会引发资产负债表式衰退。

第三，实体经济复苏未达到潜在增长水平。虽然名义经济增速较强，但实际增速并未达到潜在增长水平。从三大需求来看，消费需求仍未完全恢复，投资中的基建投资非常疲弱，而出口增速已经开始出现下降的趋势。

第四，多半融资平台可归入僵尸企业，城投债违约风险加大。未来五年，城投债面临集中到期兑付压力，年均偿债量 2.55 万亿元。2021 年将迎来一轮城投债偿债高峰。融资平台资产盈利能力较弱，自身偿债能力不足。融资平台总资产净利率（ROA）的中位数由 2011 年的 2.23% 逐年下降至 2020 年的 0.63%，与一般市场公司 ROA 的差距由 1.43 倍逐渐扩大至 2.81 倍。若以 EBITDA（即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）与带息债务之比小于 5% 作为判断僵尸企

业的基本财务指标，有超过半数的融资平台可归入僵尸企业，城投债违约风险加大。

（三）宏观杠杆率展望：全年去杠杆或达 8 个百分点

二季度名义 GDP 增速达到了 13.6%，超过了我们的预期。在这一基础上我们预计全年名义 GDP 增速会达到 13.5%，三、四两个季度的单季增速分别为 12.1% 和 10.3%。二季度债务存量的增速为 10.4%，与我们之前的预期基本相符，预计三、四两个季度也仍然会维持稳定。由此预测，下半年杠杆率仍会有所下降，但下降速度减慢，年末杠杆率达到 263% 左右的水平，全年下降 8 个百分点左右。

下半年去杠杆仍会主要集中在非金融企业部门，居民和政府杠杆率将上升。居民部门债务增速高于 2020 年同期水平，预计维持在 15% 以内的增速，则年末居民杠杆率会增长至 63%，全年增长 0.5-1 个百分点。在稳健的货币政策环境下，非金融企业的债务增速将在后几个季度继续平稳。非金融企业部门年末杠杆率达到 153%，全年下降 9-10 个百分点。根据财政预算报告，2021 年全年新增债务共计 7.22 万亿元。预计年末政府部门杠杆率升至 46.5%，全年上升 0.5-1 个百分点。

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。