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 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、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。

实体部门债务增速创新低 宏观经济治理改革待突破

——2024 年二季度中国杠杆率报告

摘 要

- 2024 年二季度的宏观杠杆率从一季度末的 294.8%上升至 295.6%，上升了 0.8 个百分点，上半年共上升了 7.5 个百分点。实体部门债务同比增速降至 8.3%，再创本世纪新低。但 GDP 增速更低，宏观杠杆率被动上升。预计全年宏观杠杆率上升 10 个百分点左右。
- **居民杠杆率下降了 0.5 个百分点。**5 月份监管当局放松了住房贷款政策，住房交易量上升，但房贷需求仍然较低。居民贷款增速降至历史低点。
- **非金融企业杠杆率上升了 0.2 个百分点。政策利率在二季度保持不变，流动性相对宽松，但企业融资需求有限。金融“挤水分”政策也降低了企业债务增速。**
- **政府杠杆率上升了 1.1 个百分点。2024 年积极财政政策力度小于去年。**上半年地方政府专项债的新增规模小于预期，预计三季度将是举债高峰。

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

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、总判断：债务增速放缓，宏观杠杆率继续上升 1
二、分部门杠杆率分析 4
（一）居民杠杆率上半年保持不变 4
（二）非金融企业杠杆率略有上升 7
（三）政府杠杆率继续上升 12
（四）金融杠杆率走势分化 14
三、探索宏观资产负债表管理的新路径 16

一、总判断：债务增速放缓，宏观杠杆率继续上升

我们测算2024年二季度宏观杠杆率上升0.8个百分点，从一季度末的294.8%上升至295.6%。其中，居民部门杠杆率下降了0.5个百分点，从一季度的64.0%降至63.5%；非金融企业部门杠杆率上升了0.2个百分点，从一季度末的174.1%上升至174.3%；政府部门杠杆率上升了1.1个百分点，从一季度末的56.7%增长至57.8%。M2/GDP则下降了2.1个百分点，从一季度末的239.5%降至237.4%；社融存量/GDP上升了0.8个百分点，从一季度末的306.7%升至307.5%。

从上半年两个季度的情况来看，宏观杠杆率已经上升了7.5个百分点，其中非金融企业部门上升了5.9个百分点，政府部门上升了1.6个百分点（中央政府和地方政府杠杆率都上升0.8个百分点），居民部门杠杆率不变。

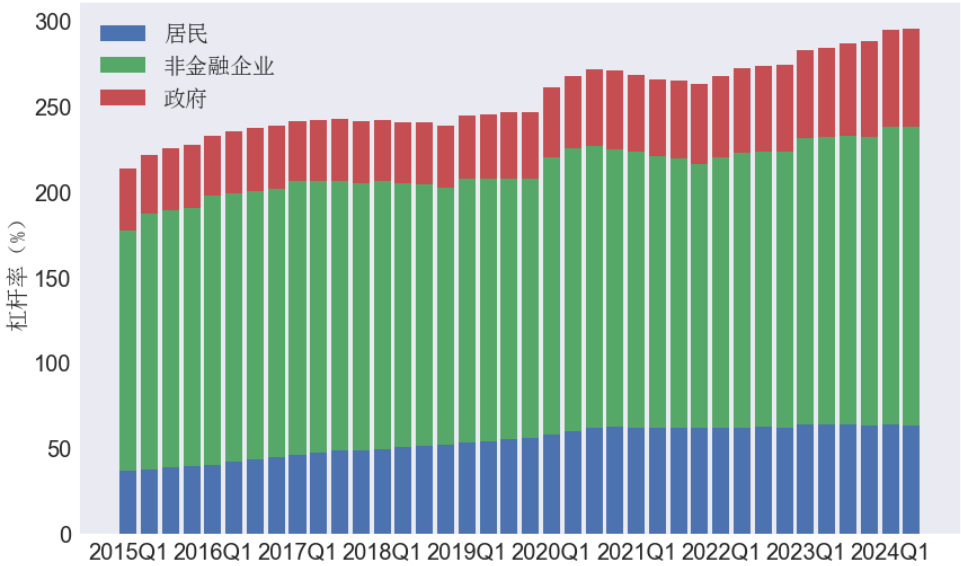

图1　实体经济部门杠杆率及其分布

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。

2024年二季度的债务增速继续下行，同比增速降至8.3%，再创2001年以来的新低。与之相对应，M2增速降至了6.2%，M1增速为-5.0%，社融增速也仅为8.1%。实体经济债务中，居民、企业和政府的债务同比增速分别为3.8%、7.8%和15.2%。居民债务增速再创新低；企业部门债务增速继续回落；政府债务增速仍维持在较高位置。在贷款利率不断下降的环境下，居民和企业的加杠杆意愿有限。政府债务虽然在二季度继续上升，但仍无法抵消私人部门债务增速的下降，导致总债务增速继续下降。

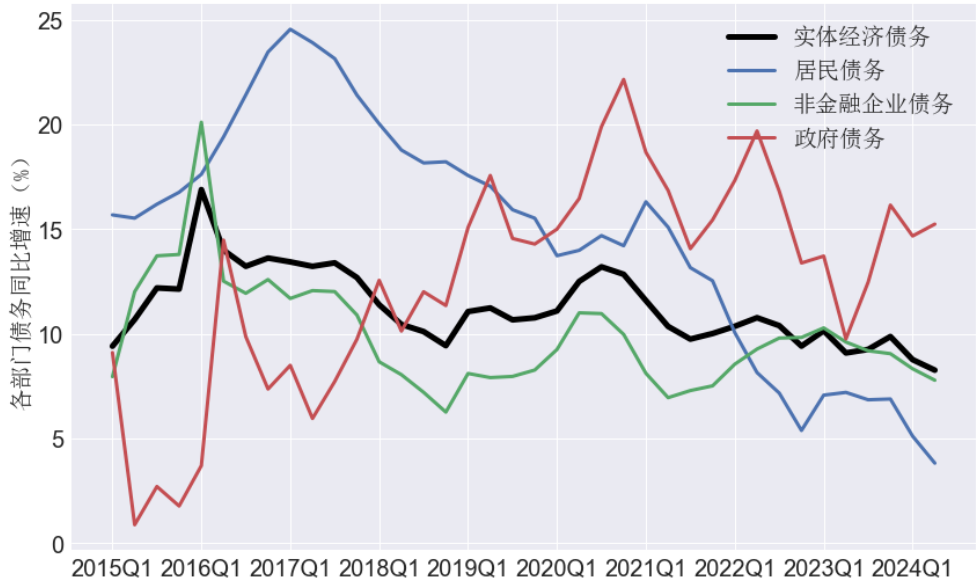

图 2　各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

与债务增速下降同步，名义 GDP 增速也在下降。二季度实际 GDP 同比上升了 4.7%，但名义 GDP 只上升了 4.0%。名义 GDP 增速已经连续五个季度低于实际 GDP 增速。宏观杠杆率是一个经济体的债务规模与名义 GDP 规模之比。只要债务增速高于名义 GDP 增速，无论债务增速如何下降，宏观杠杆率都会上升。2024 年上半年实际 GDP 增速为 5.0%，名义 GDP 增速为 4.1%。只要债务增速还维持在 5%以上，宏观杠杆率只能被动上升。

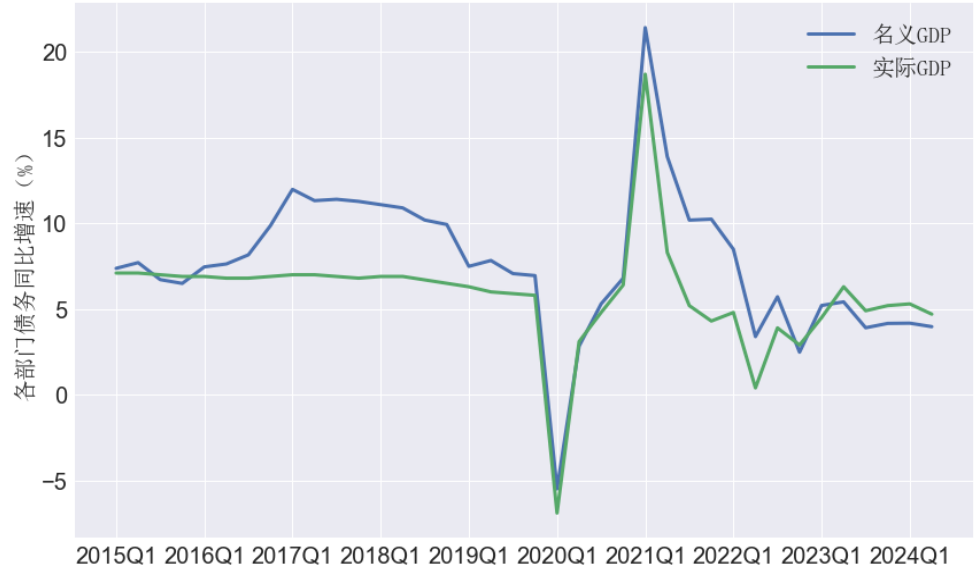

图 3　实际与名义 GDP 同比增速

资料来源：国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

用名义 GDP 增速与实际 GDP 增速之差表示 GDP 缩减指数，二季度的 GDP 缩减指数为-0.7%。自 2022 年四季度至今，只有 2023 年一季度的 GDP 缩减指数为正，其余时期都小于 0。CPI 和 PPI 同比增速都有所恢复，二季度 CPI 的平均增速为 0.3%，PPI 的平均增速为-1.6%，价格水平下降的趋势有所减缓。

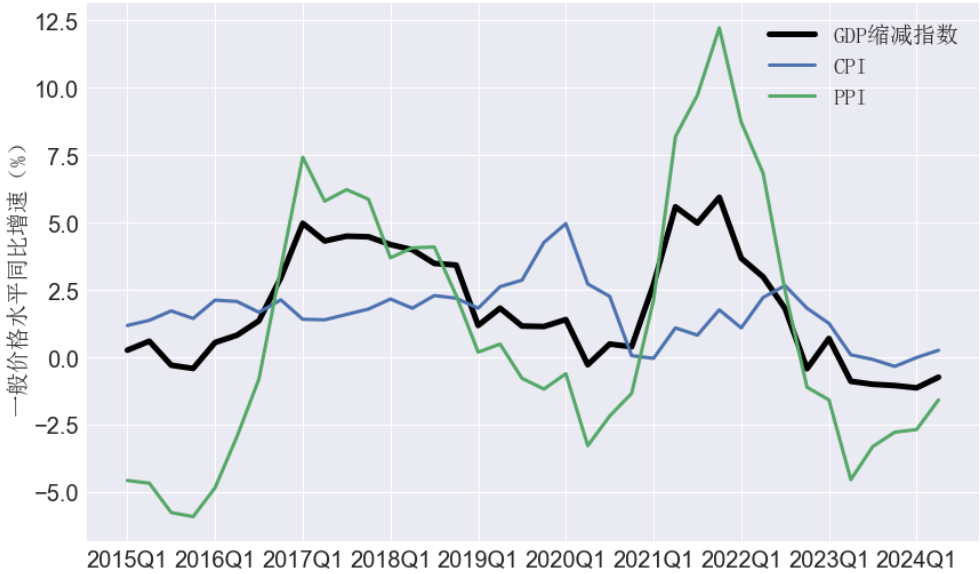

图 4　GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

20 世纪 90 年代的一次持续时间最长的价格负增长发生在 1998 年二季度到 1999 年四季度，GDP 缩减指数持续七个季度为负。本次价格增速为负的时期已有六个季度，强度上还不及 1998 年那次，但在本世纪已是最大规模。

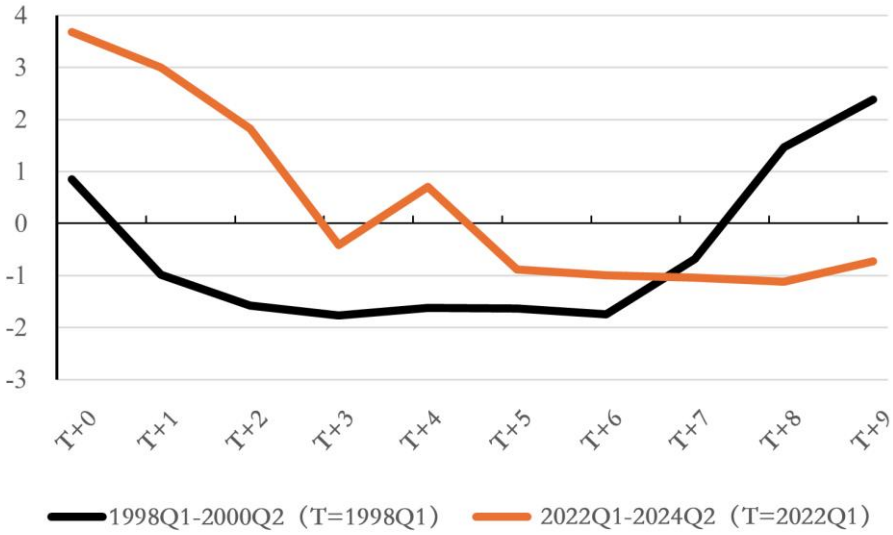

图 5　GDP 缩减指数比较（1998-2000 年与 2022-2024 年）

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2023 年我国宏观杠杆率共上升了 13.7 个百分点，其中上半年上升了 9.7 个百分点。2024 年上半年宏观杠杆率上涨幅度有所下降，上升了 7.5 个百分点。居民和企业部门加杠杆意愿相比去年还是在下降。虽然经济增速下行，债务增速下行得更多，杠杆率被动上升。我们预计全年宏观杠杆率的增幅有望小于 2023 年，共上升 10 个百分点左右。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率上半年保持不变

2024 年二季度居民部门杠杆率下降了 0.5 个百分点，从一季度末的 64.0%下降至 63.5%；上半年居民杠杆率保持不变。2024 年 5 月监管当局调整了对房地产贷款的政策，降低房贷利率。住房交易量有所提升，但房贷需求仍然较低。居民贷款增速降至历史低点，居民杠杆率也有所下降。

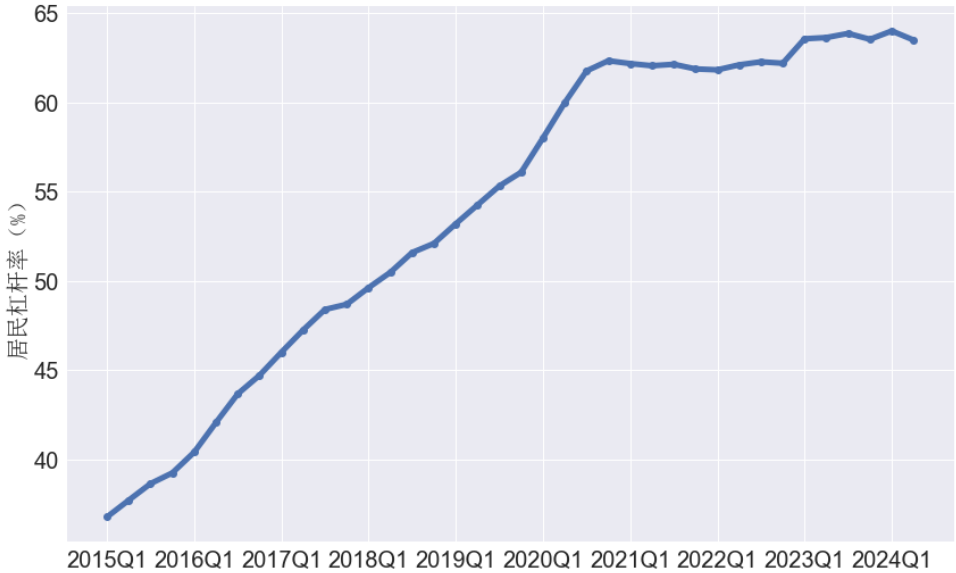

图 6　居民部门杠杆率

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. 居民债务增速降至低点

2024 年二季度，居民总贷款增速降至 3.8%，其中消费性贷款（包括房贷和普通消费贷）增速降至 0.7%。一季度的房贷增速为-1.8%，其它消费性贷款增速为 8.4%。消费贷增速仍在下降，**房贷增速自 2023 年一季度起已经持续 6 个季度负增长**。个人经营性贷款增速也逐步回落，二季度同比增长了 12.2%。

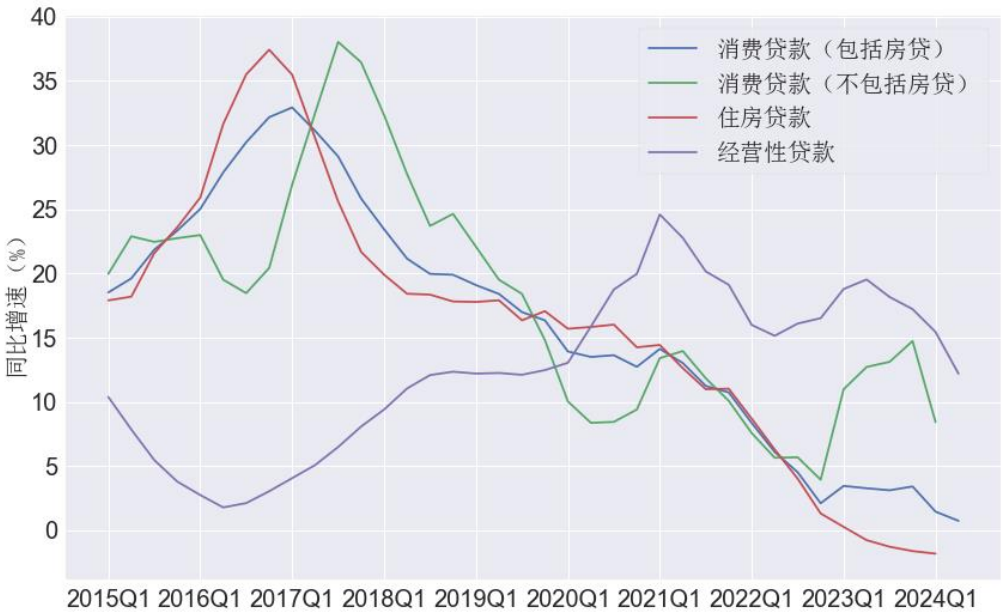

图 7　居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2024 年 5 月，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布了《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，还取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。同时，个人住房公积金贷款利率也下调了 0.25 个百分点。住房贷款政策的松绑带来了住房交易规模的回暖。十大城市二季度商品房成交套数有所恢复，一线和二线城市在二季度商品房共成交 11.12 万套，相比一季度增加了近 3 万套的交易量。其中，一线城市成交 6.36 万套，二线城市成交 4.76 万套，一线城市的交易恢复速度非常明显。但从整个二季度来看仍然是处于历史较低水平。一线城市住宅平均价格略有回升，二三线城市房价基本稳定。积极的政策信号对房地产交易和房地产贷款的拉动作用尚未显现，政策效果有待观察。

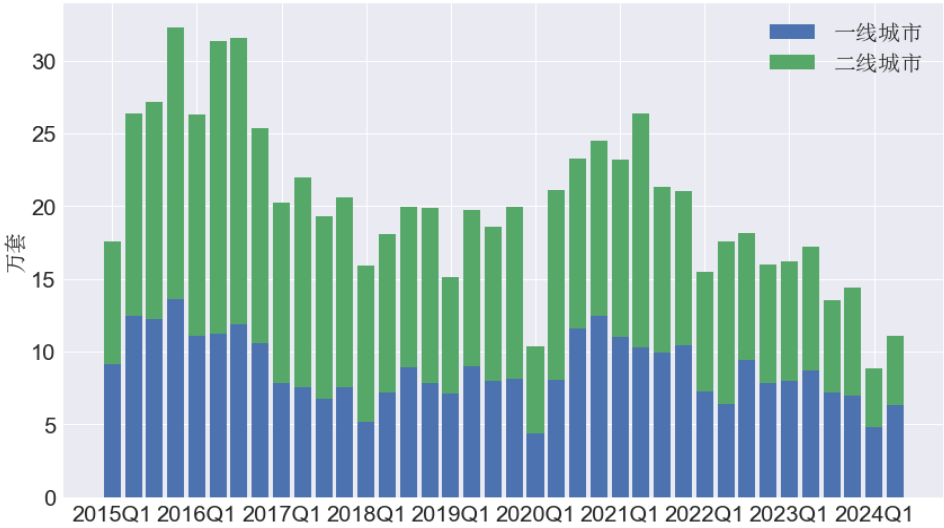

图 8　十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民消费增长领先于居民收入，消费支撑经济增长

2024 年上半年的全国居民人均可支配收入为 20733 元，相比 2023 年同期增长了 5.4%，人均收入增速仍然是高于名义 GDP 增速。居民收入中的工资收入增长了 5.8%，经营性收入增长了 6.4%，财产性收入增长 2.1%。居民收入增长领先于 GDP 增长，居民可支配收入占总收入的比重提高。2024 年上半年居民人均消费达到 13601 元，相比 2023 年同期增长了 6.8%。居民消费增速高于居民可支配收入增速，居民可支配收入增速又高于总收入增速。居民储蓄率在下降，2024 年上半年的居民储蓄率降至 34.4%，低于一季度的储蓄率，也低于 2023 年同期的储蓄率，说明居民消费在一定程度上拉动了经济增长。

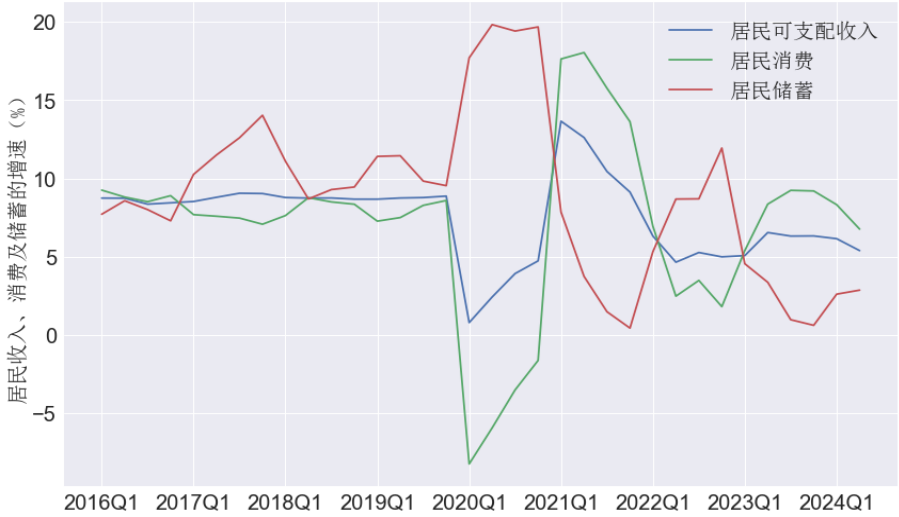

图 9　居民收入和消费的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

3. 单季居民存款增幅下降，全年增幅或与去年持平

2024 年二季度末居民部门的存款规模达到 147.2 万亿元，相比 2023 年年末增长了 9.3 万亿元，一季度增长了 8.6 万亿元，二季度仅增长了 7352 亿元。一方面，新增债务下降，对应的各部门新增银行存款总和也必然下降。二季度末金融机构各项存款规模相比一季度末仅上升了 2666 亿元。另一方面，由于居民部门的储蓄率下降，居民新增存款的资金来源也有所下降。这导致二季度末的居民存款与 GDP 之比相对一季度末有所下降，从 115.1%下降到 114.6%。预计 2024 年下半年居民存款增速仍将有较大幅度的上升，全年居民新增存款规模仍在 15 万亿元以上。

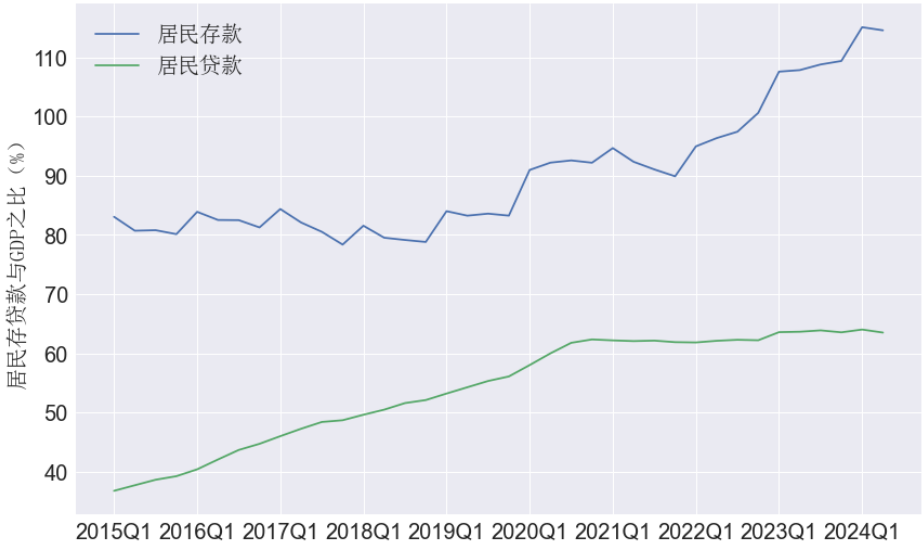

图 10　居民部门存贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

（二）非金融企业杠杆率略有上升

2024 年二季度，非金融企业杠杆率从一季度末的 174.1%升至 174.3%，上升了 0.2 个百分点，上半年共上升了 5.9 个百分点。非金融企业杠杆率在 2024 年一季度出现了较大幅的上涨后，二季度基本保持稳定。政策利率在二季度保持较低水平下的稳定，流动性相对宽松，资金供给充裕，但企业债务需求有限，债务增速已持续多年处于 10%以下。限制商业银行手工补息等金融“挤水分”的相关政策也起到一定效果，降低了企业贷款增速。企业活期存款大幅下降，对应着投资需求不足。尽管经济增长新动能仍保持较快增长，但房地产投资大幅下滑留下的

缺口太大，影响了房地产相关产业链上的投融资需求。

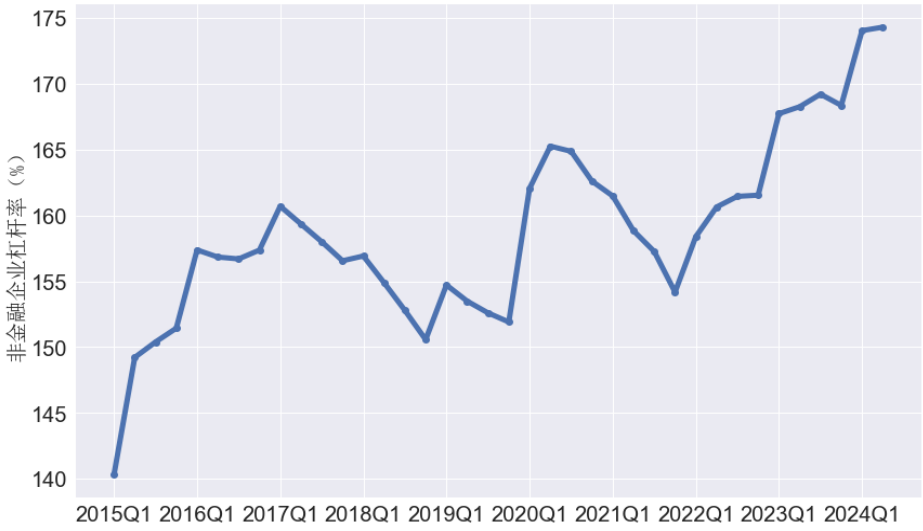

图 11　非金融企业部门杠杆率

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. 市场利率较为稳定，企业债务增速下降

2024 年二季度所有政策利率都没有发生变化，一季度只有 5 年期贷款市场报价利率（LPR）下降了 25 个基点。金融机构存款准备金率在一季度下调了 0.5 个百分点。整体看，金融市场间利率在二季度基本保持稳定，且处于相对较低的位置。相比于 2023 年四季度，2024 年一季度的房贷利率和企业贷款利率都有所下行，个人住房贷款的加权平均利率降至 3.69%，企业贷款加权平均利率为 3.73%，已经非常接近于 3.95%的五年期 LPR 利率。

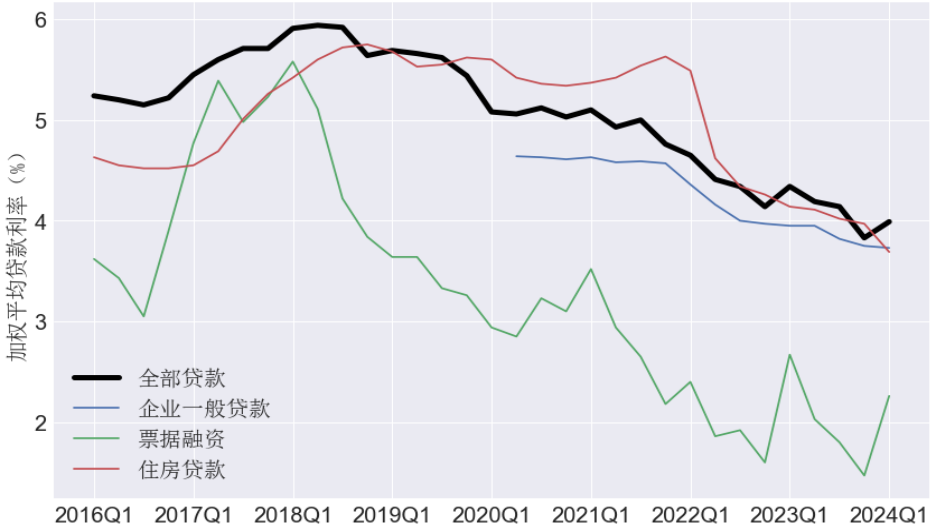

图 12　贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

尽管利率较低，但企业贷款增速仍在下降。二季度末的企业贷款同比增速降至 10.4%，企业债务增速降至 7.8%。企业的融资成本下降，但贷款意愿不强。2024 年以来，按照中央要求，各方面积极盘活存量，防止资金沉淀空转，企业债务规模数据的低速增长也体现了“挤水分”的效果。过去一段时期，企业债务增长中有相当一部分是资金空转的体现，企业贷款直接转化为存款而并没有拉动投资，这导致贷款和存款的同步增长，但没有作用于实体经济。在 2024 年二季度开始规范商业银行手工补息和其他治理资金空转的一系列政策措施下，资金空转的规模下降，金融数据“挤水分”，企业债务（尤其是企业贷款）的增速下降，也拉低了企业杠杆率的上升幅度。但当前企业部分融资需求较弱，而资金供给较为充足，企业债务中仍有“水分”，对存量的盘活还将继续。

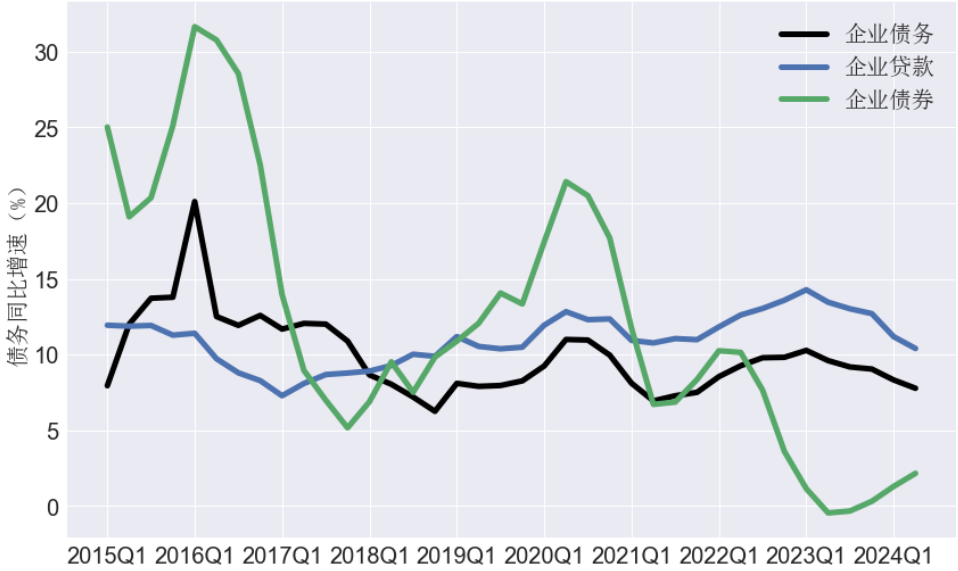

图 13　非金融企业债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2024 年二季度末的表外融资规模与 2023 年末基本持平，相比一季度末略有下降。自 2022 年以来，非金融企业的信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票规模基本保持稳定。企业的融资需求有限，表外融资的增长空间也不大。

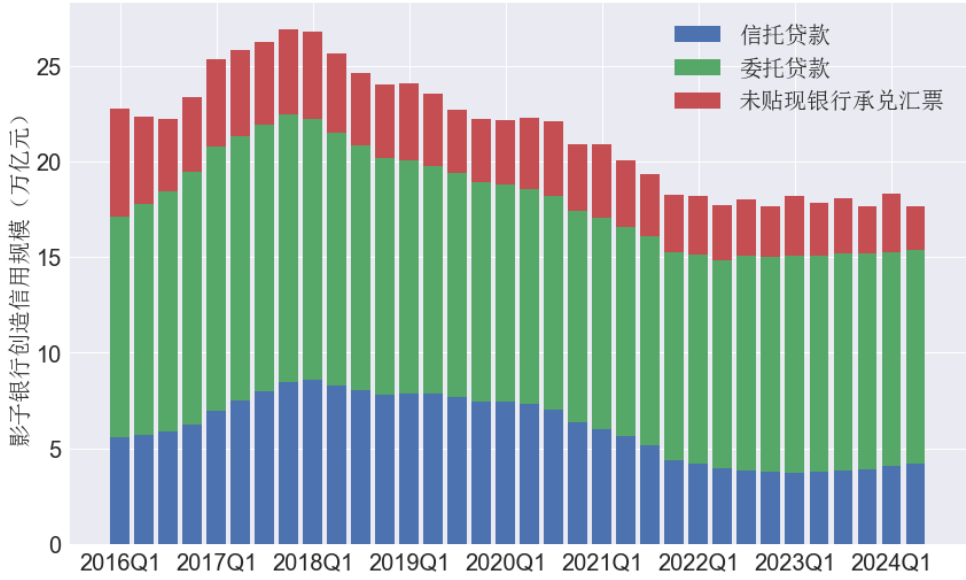

图 14　非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 企业活期存款大幅下降

从存款角度看，2024 年二季度企业存款同比增速降至-2.9%，其中定期存款同比增长 3.2%，活期存款同比增速为-15.4%。企业存款需求进一步下降，尤其是活期存款的下降规模较大。这表明企业部门短期内并没有较为明确的资金需求，降低了活期存款占比。

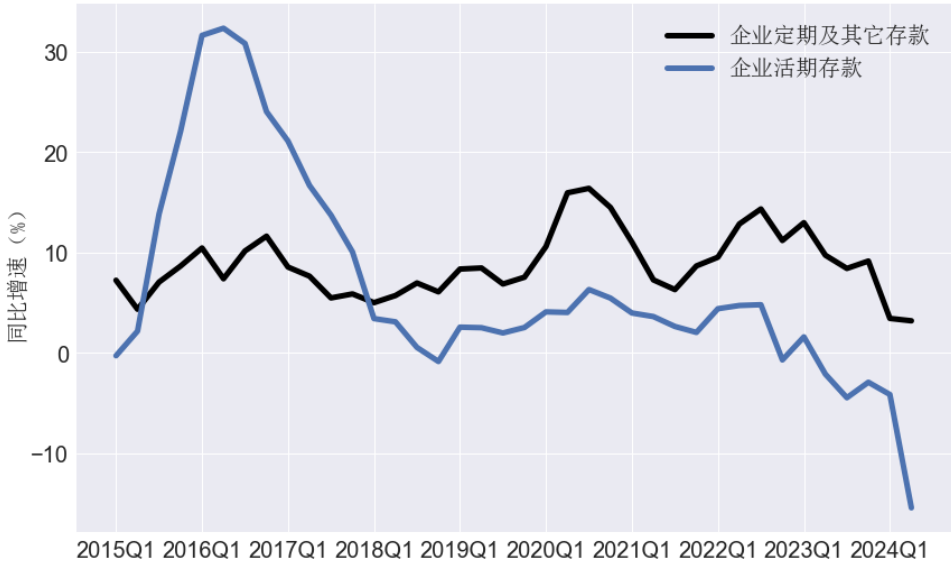

图 15　企业存款的同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

3. 企业投资增速下降

2024 年上半年企业固定资产投资累计同比上升了 3.9%，其中基建投资上升 7.7%，制造业投资上升 9.5%，房地产投资同比增速为-10.1%。投资增速相比于一季度有所下滑，再次回落到与 2023 年持平的较低水平上，且低于名义 GDP 增速。房地产投资已经连续两年负增长。2024 年上半年房产地业增加值同比增长为-8.15%。房地产业增加值在 GDP 中占比在 2020 年达到了 7.2%的峰值，随后一路下滑，2024 年上半年房地产业增加值与 GDP 之比已经回落至 5.8%。

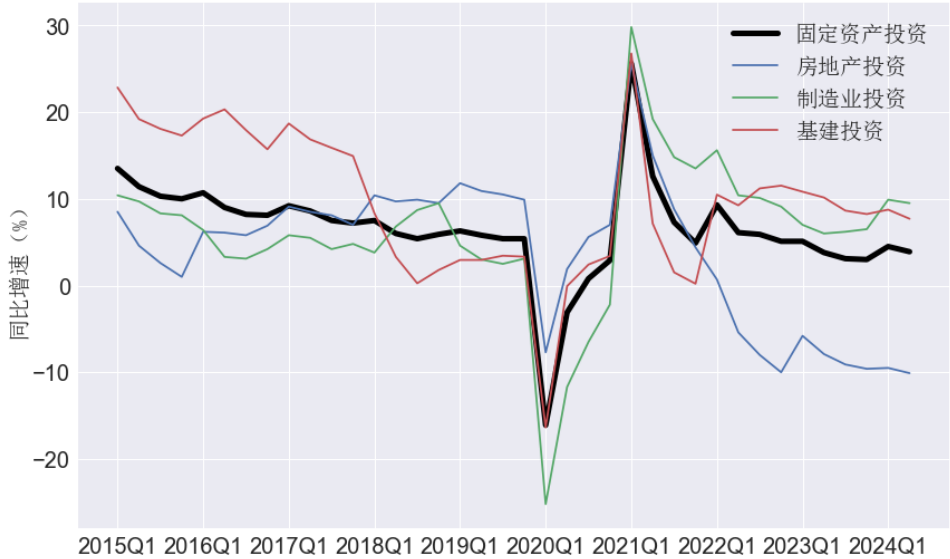

图 16　固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

经济的亮点仍然在于高新技术产业、先进制造业等领域的较快速度增长。信息传输、软件和信息技术服务业的名义增加值在 2024 年上半年同比增长了 11.3%，过去两年分别增长了 11.1%和 11.6%。2024 年上半年住宿餐饮业增加值增长了 7.9%，也是在 2023 年高基数的基础上继续保持较高增速。可见，困扰当前中国经济增长的最大问题就是房地产及其相关行业。房地产业增速下降、占比下降既有趋势性原因，在短期内也受到经济周期性波动的影响。房地产增速下降对其它相关行业也有较大的溢出效应，建筑业、零售业和制造业中的某些领域也受到房地产行业下滑的影响。民间投资的同比增速为 0.1%，远低于全社会固定资产投资增速。但扣除房地产投资后，民间投资同比增长 6.6%，基本稳定。

稳定经济增长，一方面要稳定房地产行业，避免出现过快下滑的趋势，更重要的是加快战略性新兴产业的增长速度，使其尽可能补足房地产行业下降所留下

的缺口。

（三）政府杠杆率继续上升

2024 年二季度，政府部门杠杆率从一季度的 56.7%上升至 57.8%，增加了 1.1 个百分点。其中，中央政府杠杆率从 24.0%升至 24.6%，上升了 0.6 个百分点；地方政府杠杆率从一季度的 32.7%升至 33.2%，上升了 0.5 个百分点。从整个上半年的情况来看，中央政府杠杆率共上升了 0.76 个百分点，地方政府杠杆率共上升了 0.85 个百分点，政府杠杆率共上升了 1.6 个百分点。2024 年政府债务限额的增加规模比去年提高了 2800 亿元，其中中央政府提高了 1800 亿元，地方政府政府专项债提高了 1000 亿元。但**考虑到去年地方政府债务的实际新增规模远高于限额增加规模，今年的政府债务增加规模应该是小于去年的**。预计下半年政府杠杆率仍将提升。

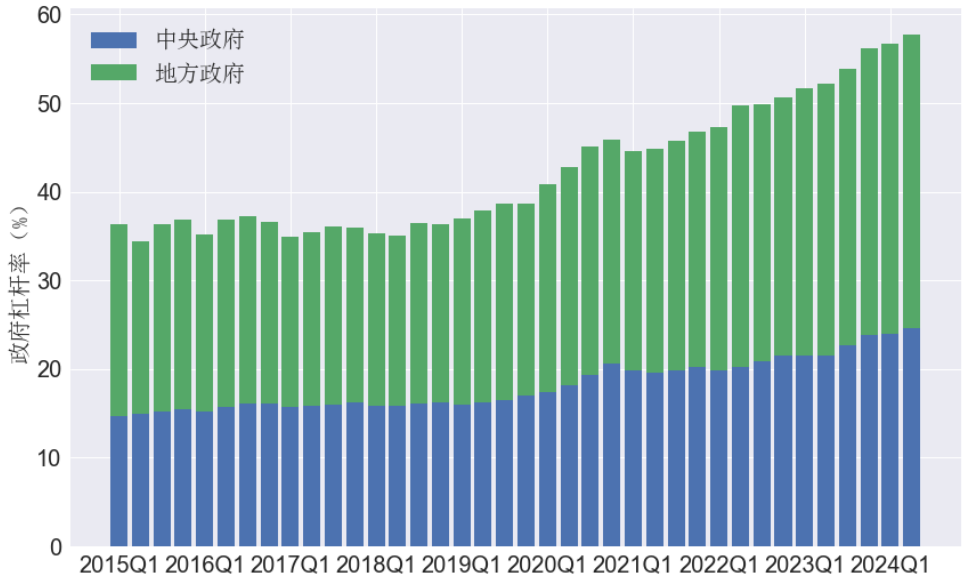

图 17　政府部门杠杆率

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. 中央政府债务新增 1.55 万亿元，完成了全年的 36%

根据 2023 年年初的财政预算及 10 月份新增 1 万亿元国债的预算调整方案，全年计划新增中央政府债务 4.16 万亿元，实际国债的新增规模也为 4.16 万亿。

根据 2024 年的财政预算，全年新增一般国债 3.34 万亿元，超长期特别国债 1 万亿元，共计 4.34 万亿元。总的来看，新增中央政府债务限额比去年增加了 1800 亿元。由于其中有 1 万亿元是不计入赤字的超长期特别国债，2024 年中央

财政赤字规模低于2023年。

2023年上下半年国债的新增规模分别为7134亿元和3.45万亿元，新增中央政府债务主要集中在下半年，中央政府杠杆率在上半年仅提高了0.05个百分点，在下半年则上升了2.3个百分点。2024年上半年中央政府债务则是上升了1.55万亿元，远高于去年上半年的规模，中央政府杠杆率也是上升了0.76个百分点，高于去年上半年的上升幅度。如果今年下半年不再调整中央财政预算，则下半年中央政府债务还将再上升2.79万亿元，中央政府杠杆率继续抬升。

2. 地方政府一般债新增近5千亿元，完成了全年的68%

根据2023年年初的财政预算，全年计划新增地方政府一般债7200亿元，实际新增了1.48万亿元。实际新增规模远超过预算中的新增限额，也使得地方一般债限额与实际余额之间的缺口从2022年末的1.44万亿元下降到6800亿元。

根据2024年的财政预算，全年计划新增地方政府一般债务7200亿元，与2023年持平。

2023年上下半年地方政府一般债务的实际新增规模分别为4712亿元和1.0万亿元，下半年（尤其是四季度）的新增规模最大，主要用在了“特殊再融资债券”化解地方政府隐性债务的工作上。而2024年上半年地方政府一般债务实际新增规模为4873亿元，与去年上半年的新增规模基本一致。由于当前地方一般债限额与余额之间的空间只剩下6800亿元，今年实际新增地方政府一般债的规模肯定会小于2023年。

3. 地方政府专项债新增近1.4万亿，完全了全年的36%

根据2023年年初的财政预算，全年计划新增地方政府专项债3.8万亿元，实际新增了4.2万亿元。实际新增规模也大幅高于预算中的新增限额，使得地方专项债限额与实际余额之间的缺口从2022年末的1.15万亿元下降到7500亿元。

根据2024年的财政预算，全年计划新增地方政府专项债务3.9亿元，比2023年预算增加了1000亿元。

2023年上下半年地方政府专项债务的实际新增规模分别为2.27万亿元和1.93万亿元，上半年略高于下半年。而2024年上半年新增地方专项债1.39万亿元，小于2023年上半年的新增规模，也小于各省上半年计划发行额度之和。专项债券的发行进度较慢，一方面是由于2023年底增发1万亿元国债资金在2024

年使用，另一方面是地方专项债的投资领域受限，都降低了今年的发债需求。当前地方专项债还有 7500 亿元的限额与余额间剩余量可用，**预计 2024 年地方专项债新增规模略小于去年，三季度将是地方专项债的举债高峰。**

（四）金融杠杆率走势分化

2024 年二季度，资产方口径下的金融杠杆率从一季度末的 53.6%降至 51.9%，下降了 1.7 个百分点；负债方口径下的金融杠杆率从一季度末的 68.8%升至 70.5%，上升了 1.7 个百分点。上半年资产方口径的金融杠杆率共下降了 0.7 个百分点，负债方口径的金融杠杆率共上升了 3.2 个百分点。在资产方，银行体系对外借出规模较小，实体经济需求不足，各类非银行金融机构对银行资金的需求有限。**在负债方，非银金融机构的存款规模上升，流动性较为充裕，但机构的风险偏好下降，非银金融机构的大量资金也流入到银行，导致负债方口径的金融杠杆率不断提升。**

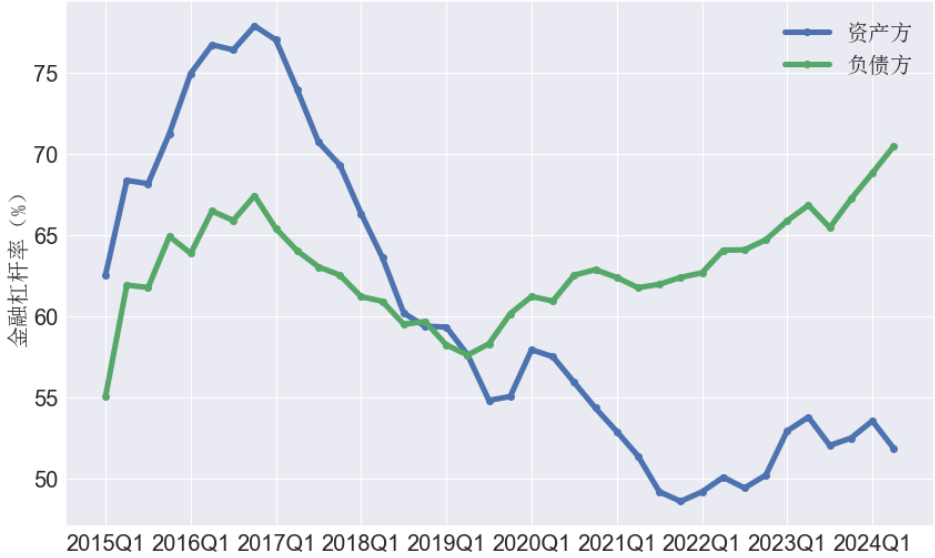

图 18　宽口径金融部门杠杆率

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。

2023 年二季度以来，商业银行资产负债表及 M2 的扩张速度开始下降。2023 年以来三次降准，准备金率共下降了 100 个基点，释放了约 2 万亿元的流动性，从而降低了商业银行资产负债表的扩张速度。银行贷款、企业债券、表外资产的增速都相对较低，也导致商业银行总资产和 M2 的增速下降。

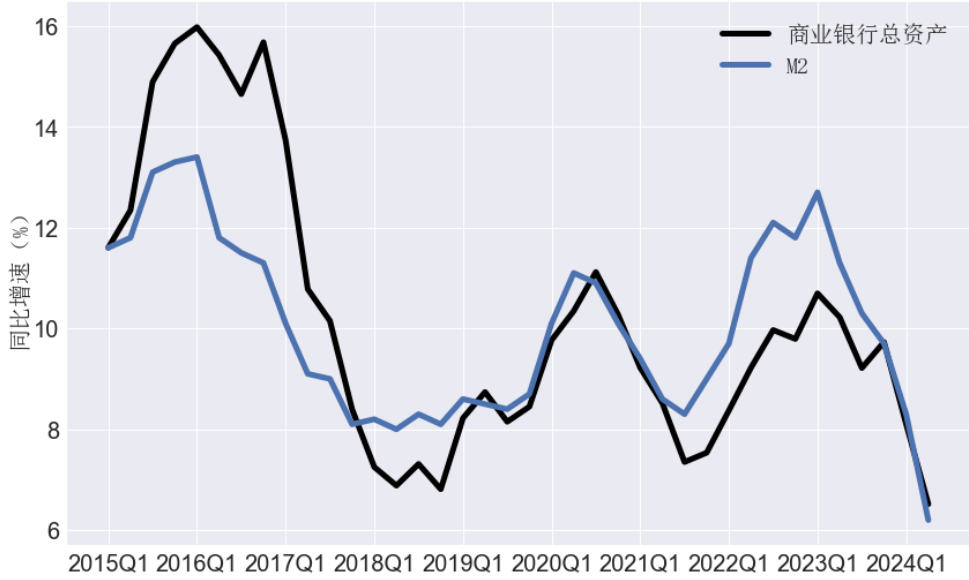

图 19　银行资产负债表及货币增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

银行间同业债务在总资产中的占比相比一季度有所下降，商业银行向影子银行提供的资金规模在总资产中的占比相比一季度进一步大幅下降。2016 年之后金融去杠杆的过程中，这两个比例出现一个大幅度的下滑过程。受实体经济需求下降的影响，二季度的这两个占比仍在下降。

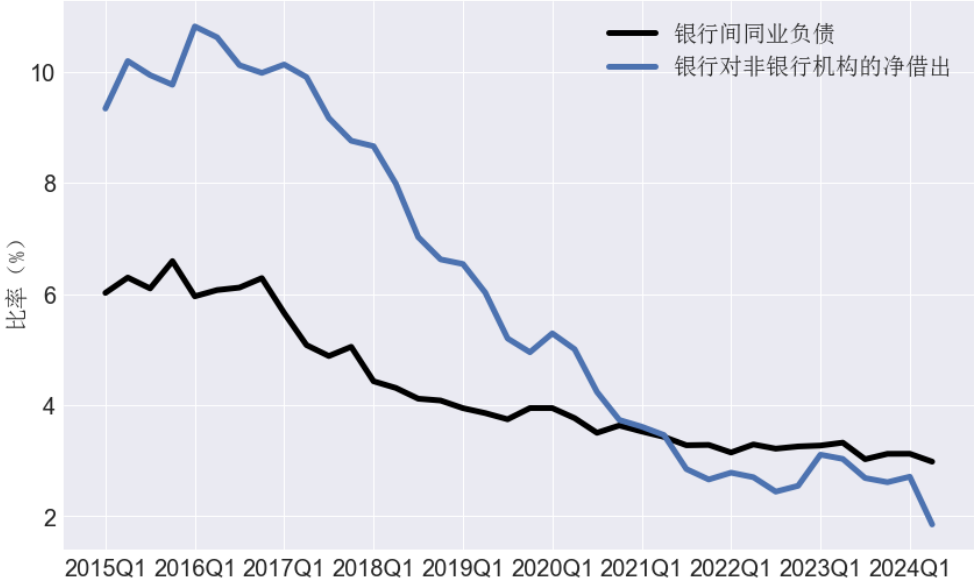

图 20　银行间同业贷款及银行向影子银行的净借出在商业银行资产负债表中占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三、探索宏观资产负债表管理的新路径

党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，要求“探索实行国家宏观资产负债表管理，优化各类存量结构调整”。国家资产负债表是综合衡量本国经济国力，展现各部门资产负债规模、资产负债结构及部门间资产负债关联的可靠统计基础。基于国家资产负债表的宏观存量结构管理是健全宏观经济治理体系的关键一环，蕴含着丰富的调控和管理手段。

首先，国家宏观资产负债表中体现了各部门净财富规模的积累，尤其是居民部门和政府部门财富的积累路径。二十大报告强调要规范财富积累机制，这是实现高质量发展和共同富裕的保障，要求居民可支配收入领先于总收入的增长，也要求居民财富领先于政府财富的增长。基于较高的居民储蓄率，我国居民净财富增速长期领先增长。近两年来，居民存款增速大幅提高，债务增速降低，也对应着净金融资产水平的进一步提升。但由于房地产存量价值向下波动，导致居民非金融资产下降，也抑制了居民消费的健康增长。因此，基于宏观资产负债表的管理，必然要求要稳定居民住房资产价值，避免发生资产负债表衰退的风险。

其次，国家宏观资产负债表中体现了中国特色的金融结构，显示了金融对实体经济的支持力度。中国是以银行为主导和以间接融资为主的金融体系，在国家宏观资产负债表中，存贷款占比相对较高，而证券投资基金及其它金融衍生品的占比较低。这样的金融结构有利于通过银行等存贷款金融机构充分调动全社会资金用于重点领域的大规模经济建设，集中全社会资源进行生产活动。但资本市场的滞后发展也抑制了风险性和创新性的投资。基于国家资产负债表的宏观管理，可以更为科学的调整金融体系和金融结构，更为有力的发挥金融杠杆作用来更多的支持战略性新兴产业发展，尤其是新质生产力的发展。

再次，国家宏观资产负债表中体现了各部门负债规模和负债结构，宏观杠杆率是体现系统性金融风险的核心指标。当前中国的宏观杠杆率已经超过主要经济体，2021 年以来主要经济体出现了去杠杆周期，私人和政府部门的杠杆率都有所下降，G20 经济体的杠杆率共下降了接近 50 个百分点，而中国的宏观杠杆率仍在继续上升。导致走势分化的主要原因在于通胀水平走势的分化。疫情后，中国价格水平低迷，GDP 缩减指数已经有六个月为负，而发达经济体正在经历持

续较长时间的高通胀。加大逆周期调节力度，抬高通胀率既有利于提高企业信息，拉动经济增长，也有利于缓解宏观杠杆率过快上涨的趋势，降低金融风险。

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。