



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 曹婧

2024 年 11 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。

BIS 杠杆率数据向我方趋同 宏观经济治理思路呈现创新

——2024 年三季度中国杠杆率报告

摘要

- 2024 年三季度的宏观杠杆率从二季度末的 295.6% 上升至 298.1%，增幅为 2.5 个百分点，前三季度共上升了 10.1 个百分点。实体部门债务同比增速降至 8.1%，再创本世纪新低。但名义 GDP 增速更低，导致宏观杠杆率被动上升。
- 居民杠杆率下降了 0.3 个百分点。居民杠杆率连续两个季度下降，居民房贷连续六个季度负增长。三季度末政治局会议强调促进房地产市场止跌回稳，期待政策效果在未来逐步显现。非金融企业杠杆率上升了 0.3 个百分点。三季度央行大幅下调政策利率，市场贷款利率也相应下降，但企业融资需求仍有待恢复。政府杠杆率上升 2.5 个百分点。三季度是政府举债高峰，但财政支出增速有所下滑，未来仍需加大专项债的支出力度。
- 今年 6 月，国际清算银行（BIS）大幅调整了对中国 2014 年以来宏观杠杆率的估算，大部分年份调整幅度达到 20 个百分点左右。值得指出的是，BIS 的数据调整呈现出向我方数据“趋同”态势，充分表明我方宏观杠杆率数据估算的可靠性和权威性。那些诟病我方数据可能存在低估、更愿意相信所谓国际数据的权威性进而只引用国际数据的做派可以休矣。

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

● 曹婧

中国社科院金融研究所
副研究员

【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：宏观杠杆率被动上升	1
二、分部门杠杆率分析	4
（一）居民杠杆率连续两个季度下降	4
（二）非金融企业杠杆率略有上升	8
（三）政府部门加杠杆力度较强	13
（四）金融杠杆率走势分化	14
三、加大财政支持力度，促进财政从年度平衡到跨期平衡	15
（一）宏观财政政策呈现较为明显的顺周期特征	16
（二）国际比较看，财政扩张仍有较大空间	16
（三）政府顺周期行为不利于资产负债表修复	17
（四）加大财政支持力度，促进财政从年度平衡到跨期平衡 ..	18

一、总判断：宏观杠杆率被动上升

我们测算 2024 年三季度宏观杠杆率上升 2.5 个百分点，从二季度末的 295.6% 上升至 298.1%。其中，居民部门杠杆率下降了 0.3 个百分点，从二季度的 63.5% 降至 63.2%；非金融企业部门杠杆率上升了 0.3 个百分点，从二季度末的 174.3% 上升至 174.6%；政府部门杠杆率上升了 2.5 个百分点，从二季度末的 57.8% 增长至 60.3%。M2/GDP 上升了 1.1 个百分点，从二季度末的 237.4% 升至 238.5%；社融存量/GDP 上升了 2.4 个百分点，从二季度末的 307.5% 升至 309.9%。

前三季度，宏观杠杆率共上升了 10.1 个百分点，其中，非金融企业部门上升了 6.2 个百分点，政府部门上升了 4.2 个百分点，居民部门下降了 0.3 个百分点。居民部门的杠杆率收缩值得警惕。

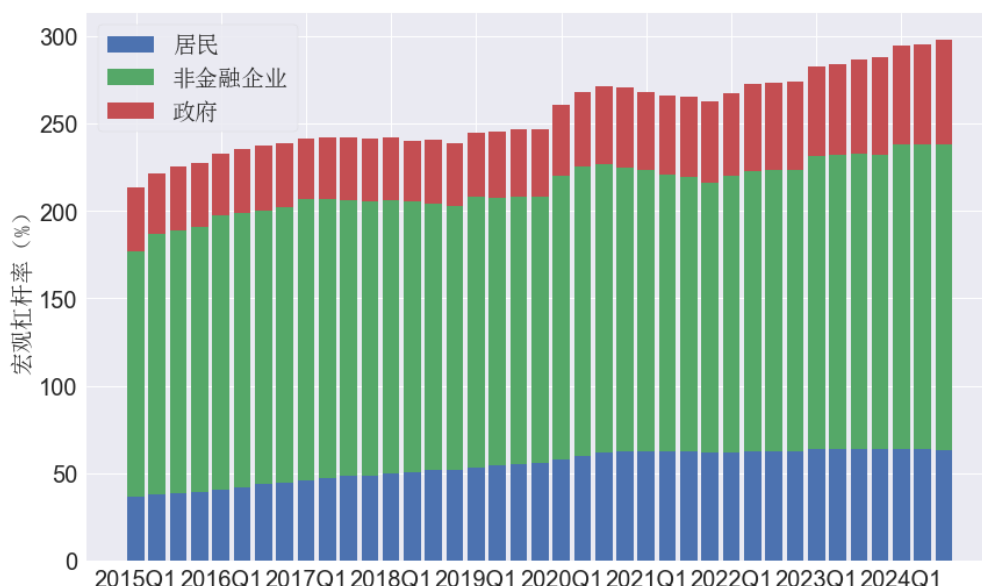


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

今年 6 月份，国际清算银行（BIS）大幅调整了对中国 2014 年以来宏观杠杆率的估算，大部分年份的调整幅度达到 20 个百分点左右。值得指出的是，BIS 经过调整后的数据与我们过去所估算的数据基本重合在一起，呈现出向我方数据的“趋同”。在以往的杠杆率报告中，曾详细分析过我方数据与 BIS 数据的一些区别，并指出 BIS 可能存在高估中国实体经济债务的可能性。BIS 的这次调整大体验证了我们此前的判断，体现出我方数据的可靠性和权威性。那些诟病我方数

据可能存在低估、更愿意相信国际数据的权威性进而只引用国际数据的做派可以休矣。此外，我方数据的发布相对更为及时，比 BIS 要提前一至两个季度，能为市场分析提供更为及时的参考。

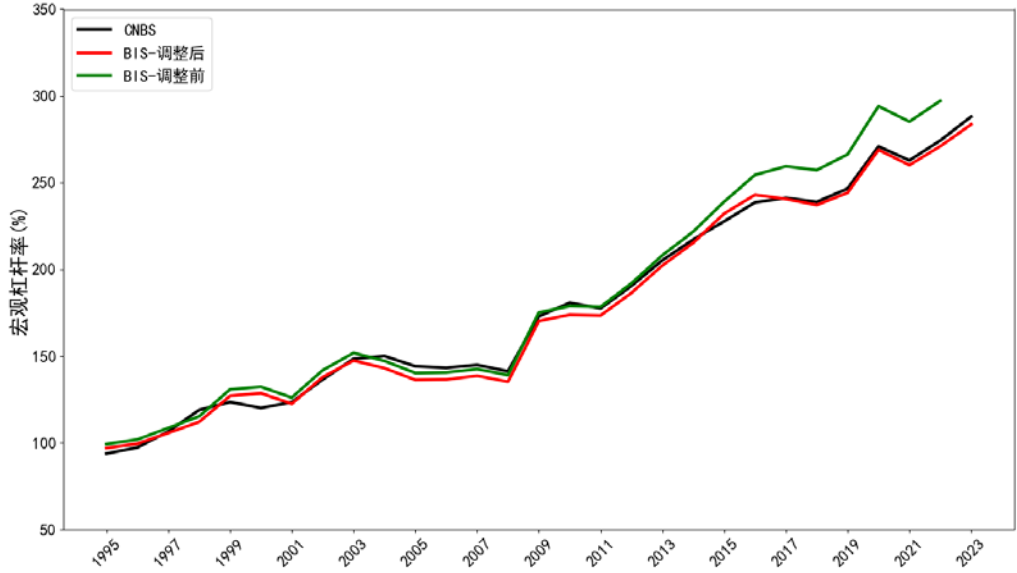


图 2 BIS 估算的中国宏观杠杆率

资料来源：BIS；国家资产负债表研究中心。

实体经济债务增速仍处于低位。我们估算的总债务同比增速降至了 8.1%，再创历史新低。其中居民、企业和政府的债务同比增速分别为 3.0%、7.4%和 16.6%。居民债务同比在去年低基数的基础上仍然较低，企业债务增速也基本处于历史低点，政府债务增速提升是拉动总债务增长的主要原因。

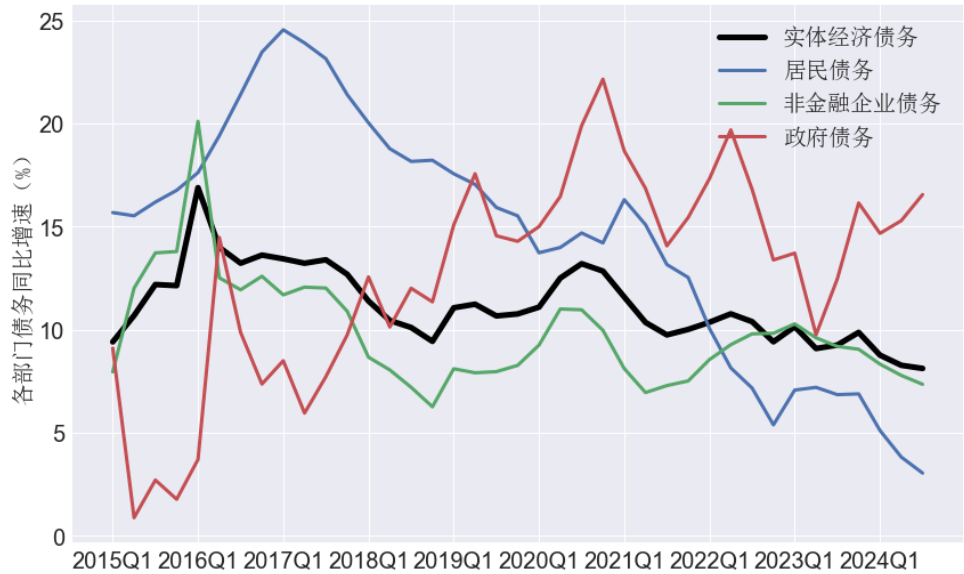


图 3 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

名义经济增速仍维持在较低水平。名义 GDP 增速已经连续六个季度低于实际 GDP 增速。三季度实际 GDP 同比增长了 4.6%，名义 GDP 仅增长了 4.0%，二者之间的缺口（GDP 缩减指数）为-0.6%。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。今年前三季度实际 GDP 增速为 4.8%，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。

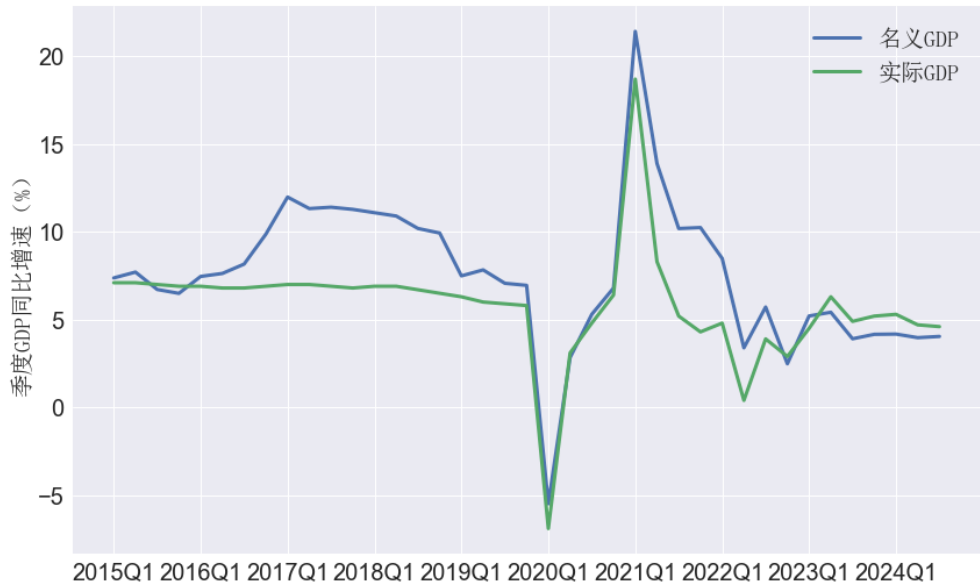


图 4 实际与名义 GDP 同比增速

资料来源：国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

物价水平仍处于负增长区间。三季度的 CPI 和 PPI 同比增速均值分别为 0.5% 和-1.8%，GDP 缩减指数为-0.6%，略好于二季度。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。物价水平同比增速为负主要体现出有效需求不足，居民消费意愿和企业投资信心仍待加强。

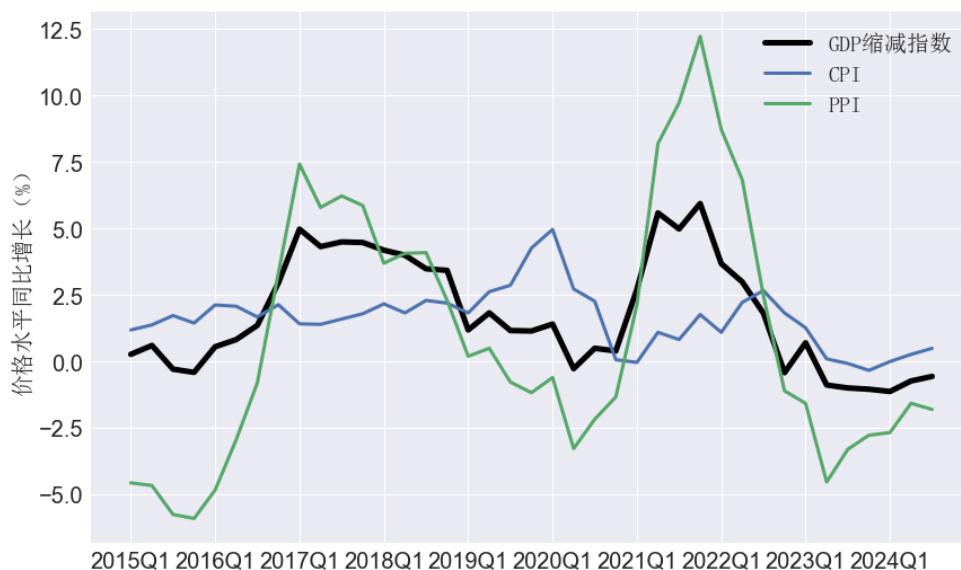


图5 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2023 年我国宏观杠杆率共上升了 13.7 个百分点，其中前三季度上升了 12.7 个百分点。今年前三季度宏观杠杆率上涨幅度有所下降，上升了 10.1 个百分点。居民和企业部门加杠杆意愿仍在下降，只有政府部门在加杠杆。9 月底一揽子增量政策出台后，居民和企业资产负债表加快修复，财政政策释放进一步扩张的积极信号。信用修复和财政扩张共同推动经济企稳回升，预计四季度宏观杠杆率稳中有升，全年宏观杠杆率共上升 11 个百分点左右。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率连续两个季度下降

2024 年三季度居民部门杠杆率下降了 0.3 个百分点，从二季度末的 63.5% 降至 63.2%；前三季度居民杠杆率也是共下降了 0.3 个百分点。尽管央行、住建部等监管当局对于住房交易市场的监管及贷款利率都有所放松，但住房贷款仍没有明显起色，房贷已经连续六个季度负增长。居民储蓄率提高，存款继续上涨。

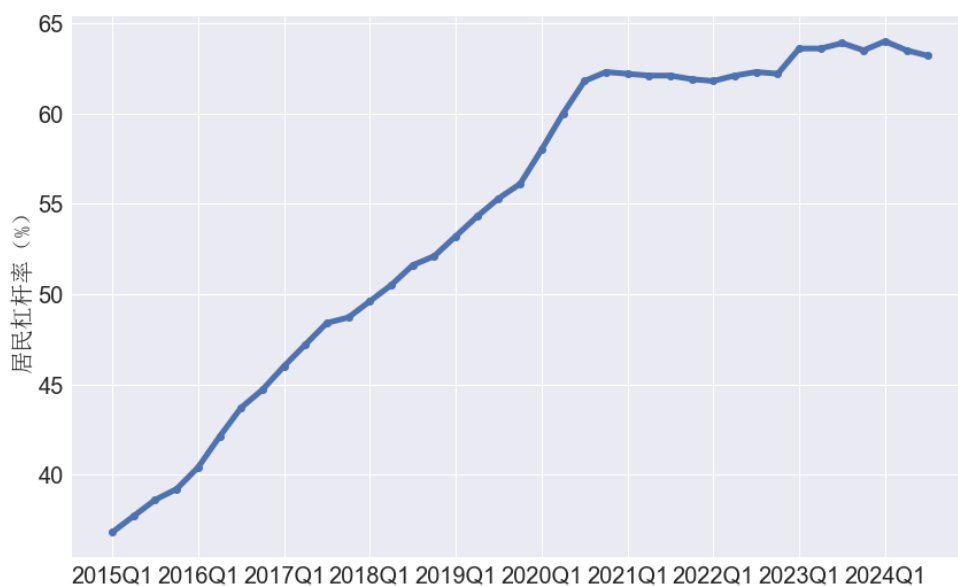


图 6 居民部门杠杆率

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. 房贷连续 6 个季度负增长

2024 年三季度，居民总贷款增速降至 3.0%，其中消费性贷款（包括房贷和普通消费贷）增速降至 0.4%，个人经营贷增速降至 9.9%。二季度的房贷增速为 -2.0%，其它消费性贷款增速为 6.5%。消费贷增速仍在下降，房贷增速自 2023 年二季度起已经持续六个季度负增长。

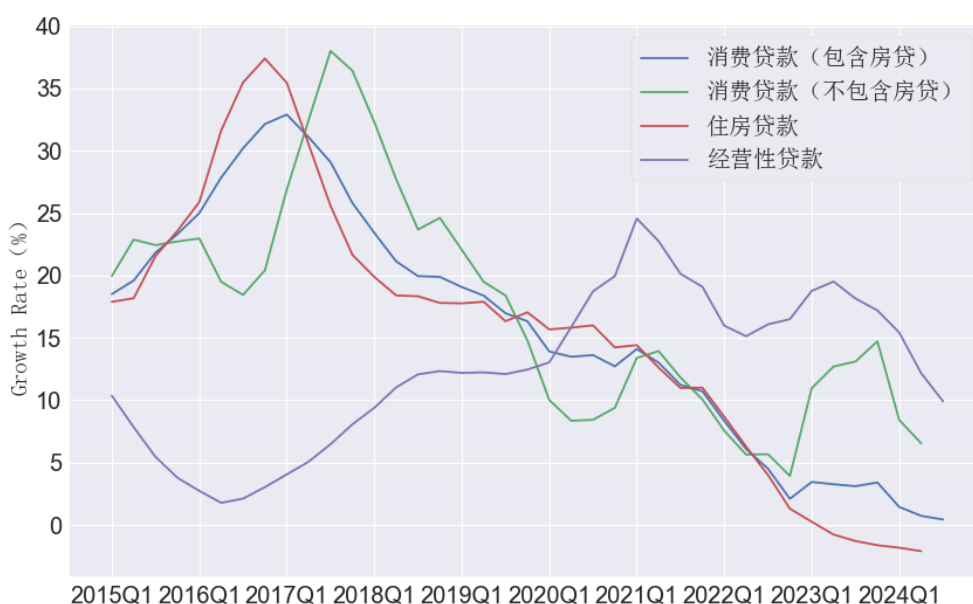


图 7 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

居民住房贷款的增长趋势与住房交易高度相关。十大城市三季度商品房成交套数相比二季度有所下降，一线和二线城市在三季度的商品房成交共 9.65 万套，相比二季度降低了近 2 万套的交易量。其中，一线城市成交 6.11 万套，基本保持稳定，但仍处于历史较低水平；二线城市成交 3.59 万套，降幅相对较大。一线城市住宅平均价格在前三个季度持续有所回升，二三线城市房价基本稳定。

今年 9 月 26 日，中共中央政治局会议中强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。随后，中国人民银行、国家金融监督管理总局、住建部等多部门发布了一系列推动房地产市场止跌回稳的政策。货币政策加大逆周期调节力度，同步实施全面降准和有力度的降息（尤其是下调存量房贷利率），期待相关政策效果在未来几个季度有所展现。

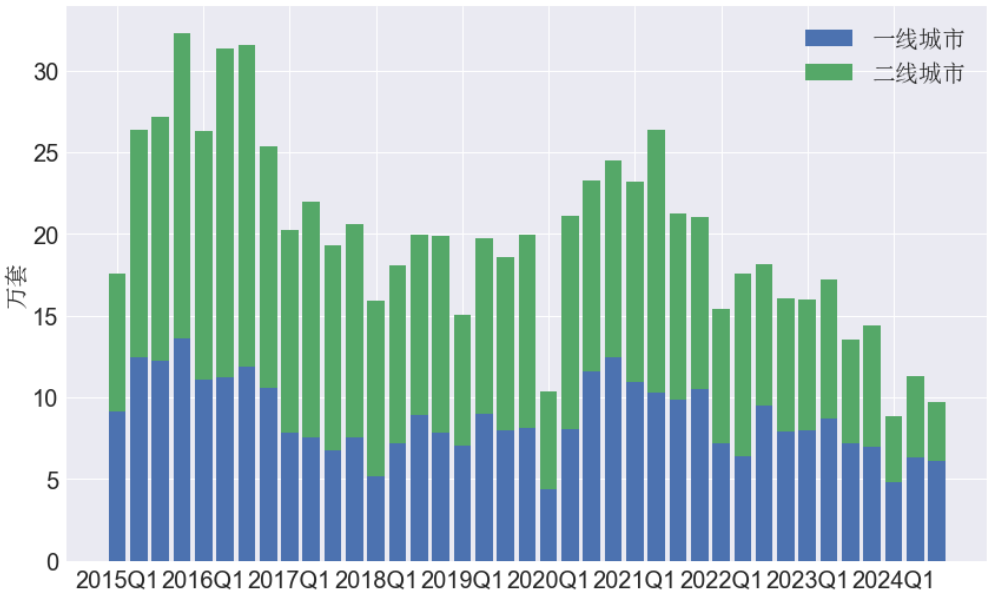


图 8 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民储蓄率提高，存款继续上升

2024 年前三季度，全国居民的人均可支配收入为 30941 元，相比 2023 年同期增长了 5.2%，人均收入增速仍然是高于名义 GDP 增速。前三季度居民人均消费达到 20631 元，相比 2023 年同期增长了 5.6%。居民收入和居民消费的增速都

在持续下降，且居民消费增速下降的幅度更大，表明居民消费对 GDP 的拉动作用仍在减弱。因此居民储蓄同比增长了 4.4%，储蓄增速持续上升。

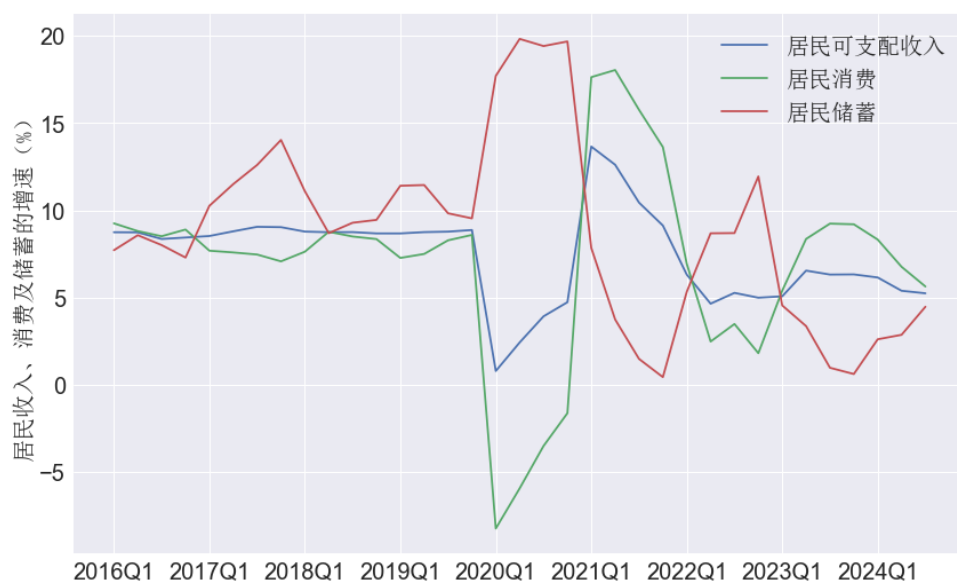


图 9 居民可支配收入、消费支出及储蓄的增速

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

截至 2024 年三季度末，居民部门的存款规模达到 149.8 万亿元，相比 2023 年年末继续增长了 11.9 万亿元。其中，一季度增长了 8.6 万亿元，二季度仅增长了 7352 亿元，三季度增长了 2.6 万亿元。今年前三季度居民存款的增长规模要低于过去两年，2022 年和 2023 年分别是 13.3 万亿元和 14.5 万亿元。导致今年居民存款增速下降的主要原因有两点：一是今年 4 月人民银行叫停“手工补息”，使得部分居民存款流入到银行理财等非银部门，这也是二季度非银存款大幅增长的原因。由于这种转移并没有发生实质上的变化，新增的非银存款的本质还是居民或企业存款，因而低估了一部分上半年居民存款的增长规模；二是今年 9 月末股票市场上涨的预期加强，因而部分居民存款转移到了证券保证金账户，同样也使得非银存款上升，这进一步使得今年三季度的新增居民存款出现低估。

但即使在考虑所有这些低估因素的基础上，今年前三季度的居民新增存款规模仍然是远超于 2021 年及之前的同期水平。我们在过去的报告中曾经多次解释，在以间接融资为主的金融体系下，2022 年之后居民存款大幅增长将是一个长期趋势，与居民储蓄率变化或者居民金融资产的转移并没有直接联系。现实数据也在不断验证我们之前的推测。

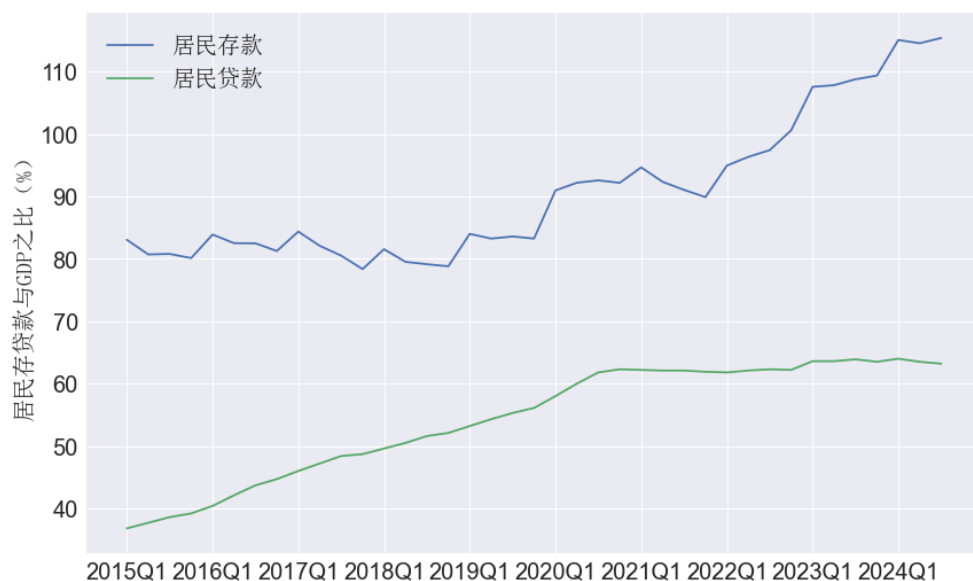


图 10 居民部门存贷款与 GDP 之比

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 年三季度，非金融企业杠杆率从二季度末的 174.3% 升至 174.6%，上升了 0.3 个百分点；前三季度共上升了 6.2 个百分点。非金融企业杠杆率在今年一季度出现了较大幅度的上涨后，二三季度基本保持稳定，略有上升。政策利率和银行间资金利率在三季度都有大幅下调，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。

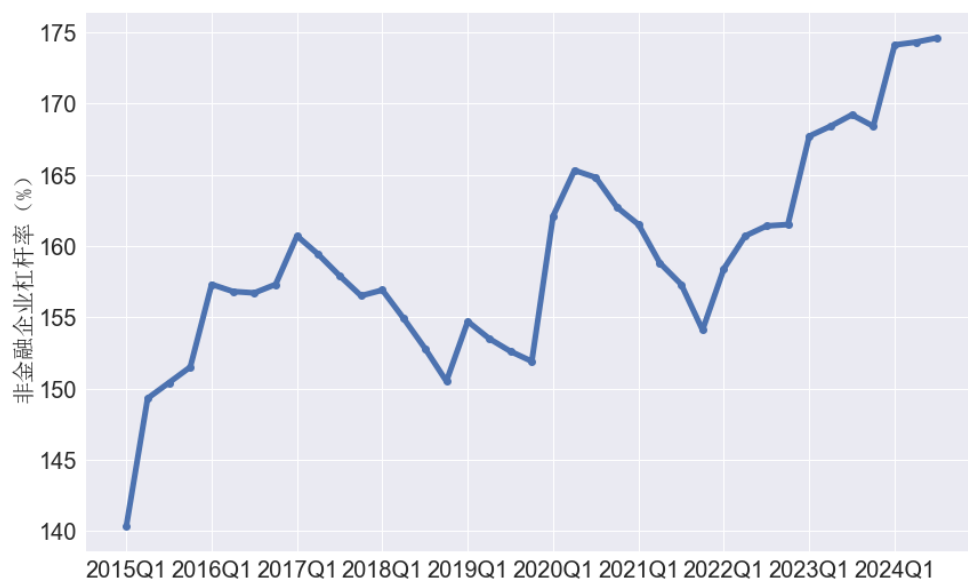


图 11 非金融企业部门杠杆率

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. 政策利率和贷款利率都有大幅下降

今年7月22日，央行将7天逆回购利率从1.8%降低至1.7%，下调了10个基点；9月29日，又进一步降至1.5%，下调了20个基点，整个季度共下降了30个基点。7月25日，央行将1年期MLF利率从2.5%下降到2.3%，调降了20个基点；在10月份，又进一步下降至2.0%，下调了30个基点。除了政策利率的调降外，央行还在公开市场新增临时正逆回购操作，加大MLF操作力度，体现了对资金面的呵护态度，三季度资金面保持了合理宽松。在三季度末，央行新创设了两个货币政策工具以支持资本市场。在政策利率下降、资金面宽松的背景下，LPR利率也跟随下调。7月22日，1年期LPR利率从3.45%下降到3.35%，5年期以上LPR从3.95%下降到3.85%，均下降了10个基点。10月21日，1年期、5年期以上LPR又再次分别下调至3.1%和3.6%，同步下降了25个基点。历史比较看，三季度的降息幅度是比较大的。

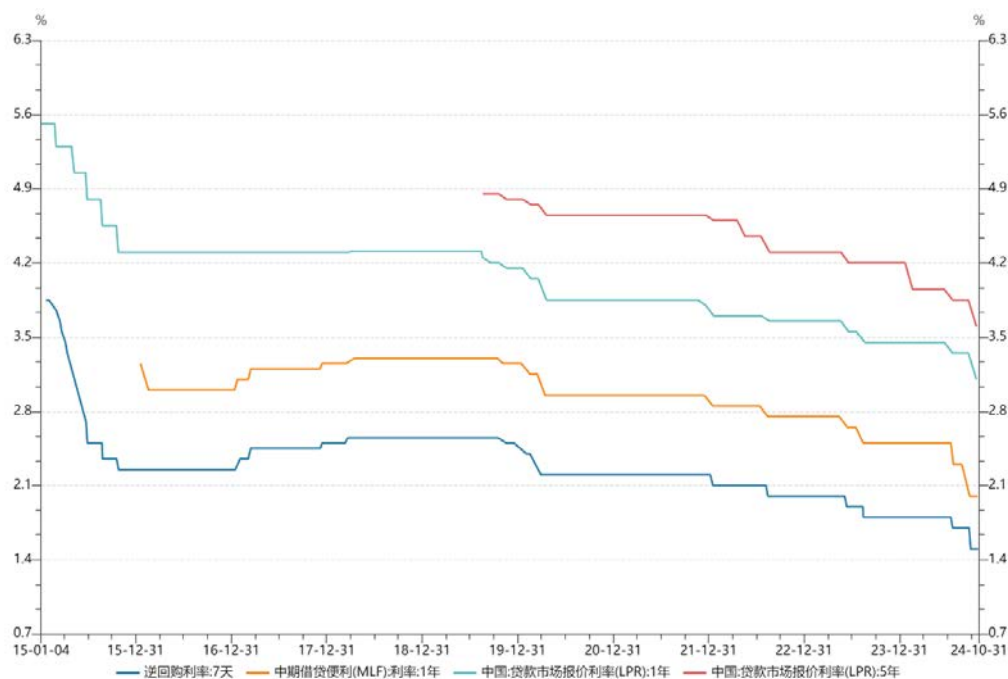


图 12 政策利率走势

数据来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

从已经公布的二季度人民币贷款加权平均利率来看，一般贷款利率从一季度的3.99%降至3.68%，企业贷款利率从一季度的3.73%下降至3.63%。由于三季度的降息幅度较大，预计三季度的贷款加权平均利率还会有一个较大幅度的下降。

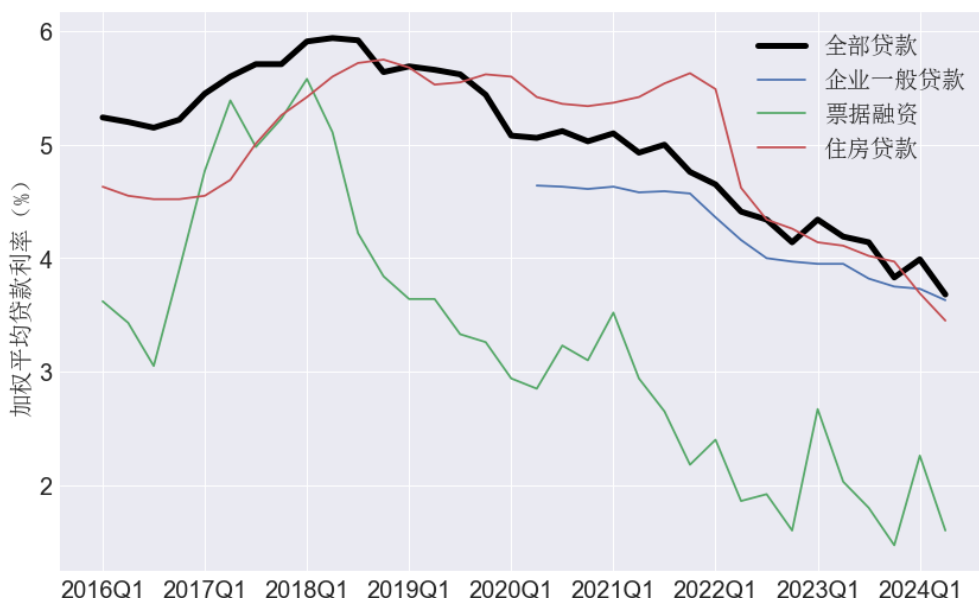


图 13 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 企业债务增速持续下降

尽管利率较低，但企业贷款增速仍在下降。三季度末的企业贷款同比增速降至 9.9%，再次回到了 10% 以下的水平，企业债务增速降至 7.3%。整个三季度，信贷总量增长缓慢，且结构上表现出贷款增速弱于票据，短期贷款增速低于中长期贷款的特征。首先，企业有效信贷需求不足，导致银行通过增加票据承兑来“冲量”，企业贷款结构有待优化。央行在二季度货币政策执行报告中指出，“深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化”，这反映了央行已关注到企业中长期贷款增长乏力的问题，希望通过推动项目尽快转化来加以改善。其次，对比实体部门短期贷款和中长期贷款在新增信贷中的占比，企业短期贷款占比创下历史新低，近几个月短期贷款对信贷整体增长的拖累较为明显。

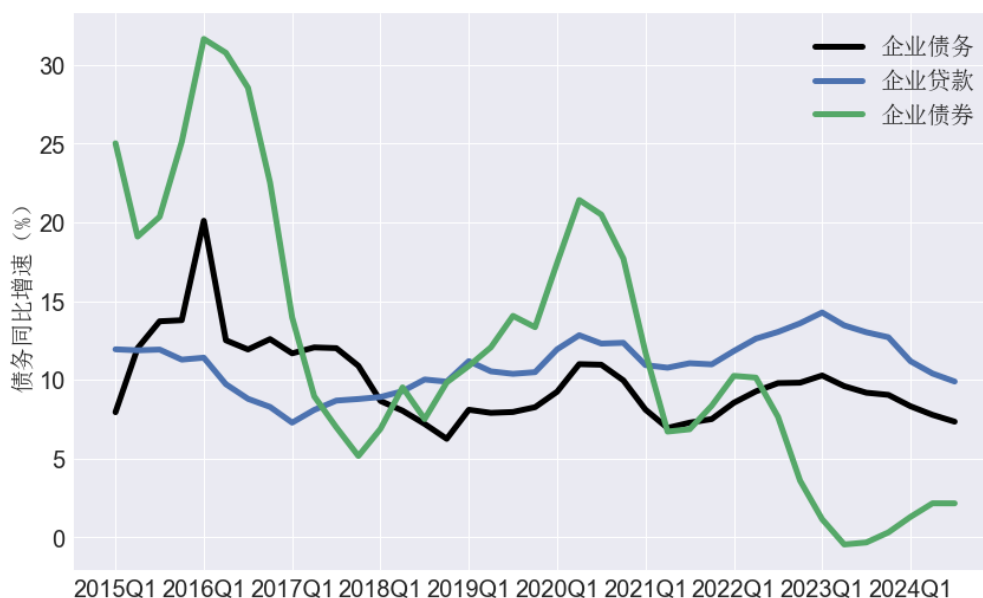


图 14 非金融企业债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三季度末的企业表外融资环比略有上升。相比于二季度末，信托贷款上升了 200 亿元，委托贷款上升了 700 亿元，未贴现银行承兑汇票上升了 900 亿元，三者加总共上升了 1800 亿元。从 2022 年一季度开始，过去七个季度企业表外融资的季度变化值都小于 5000 亿元，有增有减，整体上基本保持稳定。企业的融资需求有限，表外融资的增长空间也不大。

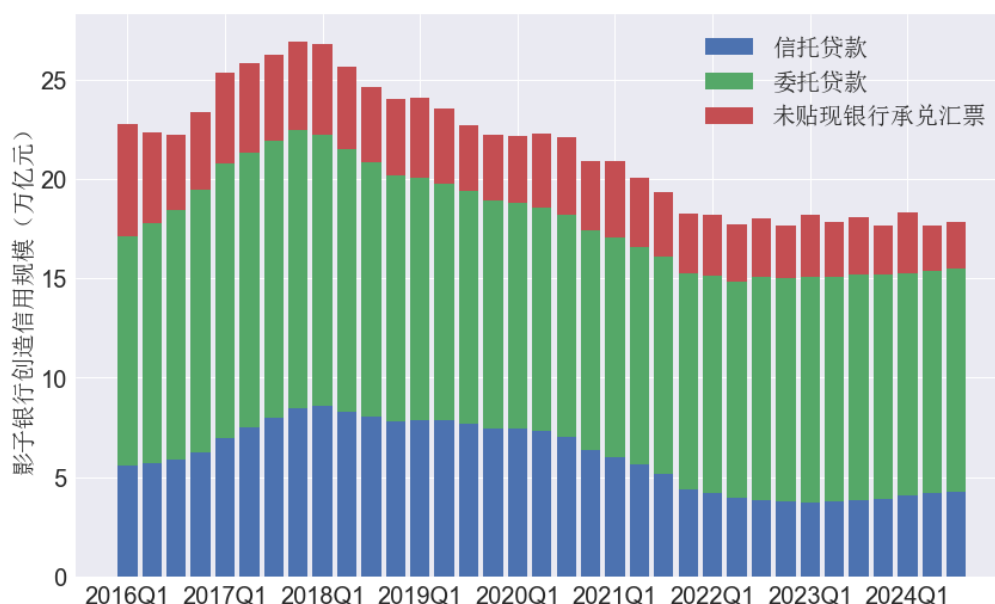


图 15 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

从存款角度看，三季度企业存款同比增速降至-3.0%，其中定期存款同比增长 4.1%，活期存款同比增速为-18.4%。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。定期存款与活期存款之间的剪刀差持续拉大，反映当前货币扩张向实体经济活跃度的传导效果较差，企业的贷款没有充分转化为企业可以活用的资金。

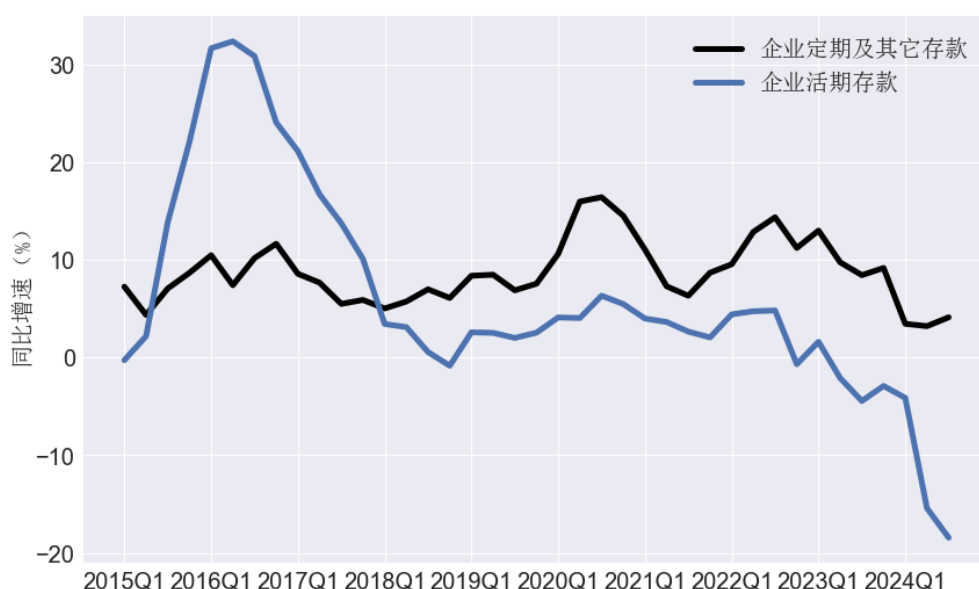


图 16 企业存款的同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

3. 固定资产投资增速下降，房地产投资负增长

三季度的企业投资增速继续下行。前三个季度固定资产投资累计同比增速降至 3.4%，低于前三季度累计名义 GDP 增速，也低于上半年的累计投资增速(3.9%)。近年来，企业投资增速下滑速度过快，未来一段时间，稳住经济增长需要兼顾稳投资和促消费。

在所有投资中，仍然是制造业和基建投资增速最快，前三季度同比增长率分别为 9.2%和 9.3%。基建投资与政府债务和政府支出的关联性较强，受财政支持力度加强的影响，三季度的基建投资增速有所恢复。制造业投资增长较为稳定，远高于名义 GDP 增速，是拉动投资和 GDP 增长的重要力量。

房地产投资累计同比下降了 10.1%，相比 2021 年前三季度，已经累计下降了 27%。房地产业增加值占 GDP 比重在 2020 年达到了 7.2%的峰值后一路下滑，稳定经济的关键是推动房地产市场止跌回稳。

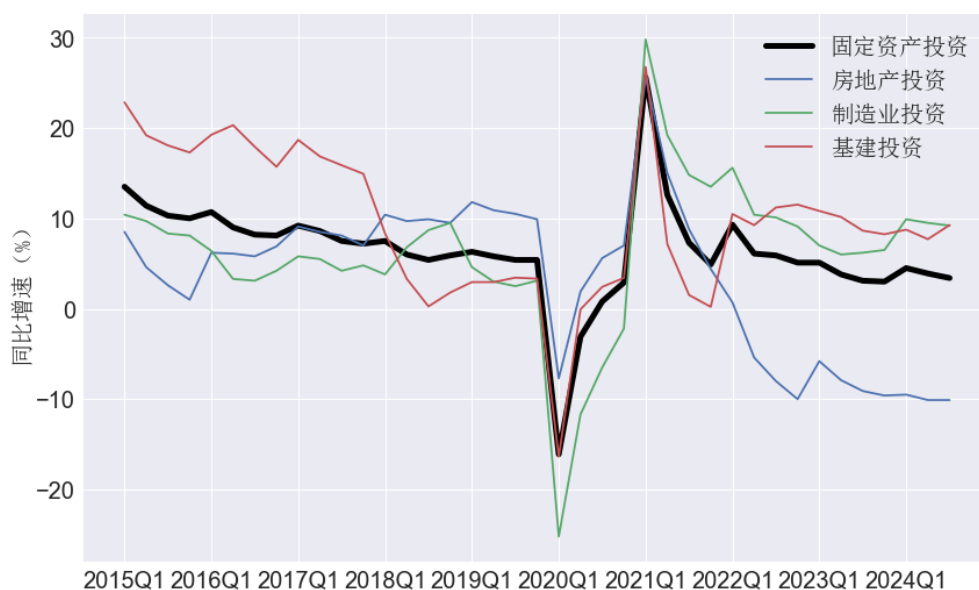


图 17 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

（三）政府部门加杠杆力度较强

2024 年三季度，政府部门杠杆率上升了 2.5 个百分点，从二季度 57.8% 上升至 60.3%，前三季度共上升了 4.2 个百分点。其中，中央政府杠杆率从二季度末的 24.6% 上升至 25.8%，增加了 1.2 个百分点；地方政府杠杆率从二季度末的 33.2% 上升至 34.5%，增加了 1.3 个百分点。

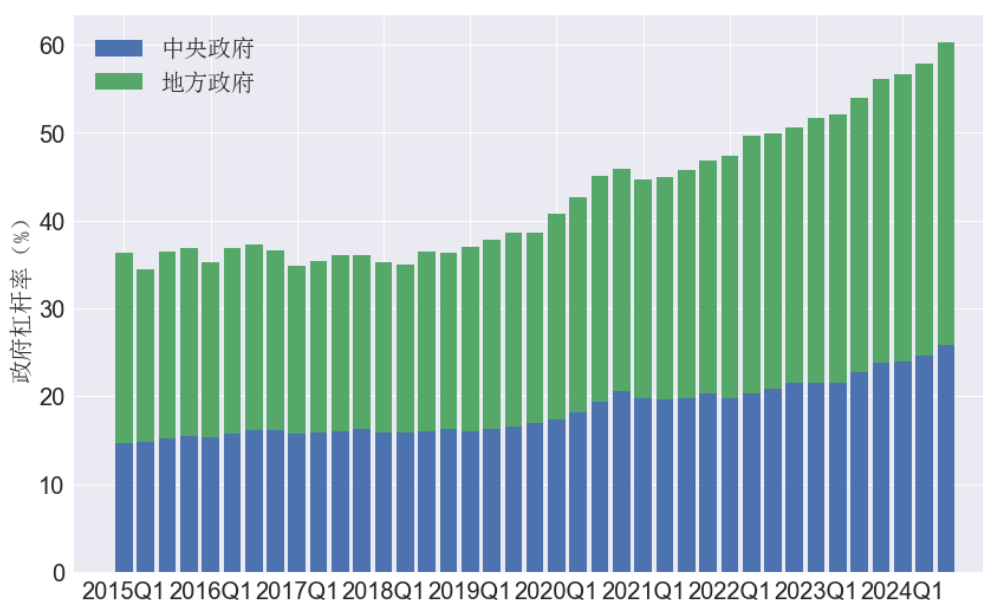


图 18 政府部门杠杆率

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。

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。因此，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。前三季度中央政府债务上升了 3.52 万亿元，大于去年前三季度的规模，中央政府杠杆率也相应提高了 1.2 个百分点。10 月份中央政府债务上升了 3500 亿元，还有四千多亿元的新增额度，预计将在年末两个月使用，中央政府杠杆率继续抬升。

根据 2024 年的财政预算，全年计划新增地方政府一般债 7200 亿元，与去年持平。前三季度地方政府一般债务实际新增规模为 5803 亿元，略低于去年前三季度的新增规模。预计四季度还会有一定幅度的新增规模。

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。前三季度新增地方专项债 3.42 万亿元，略大于 2023 年前三季度的新增规模。但三季度财政存款增量总体多于去年同期，这表明财政收入形成支出的力度有所减弱。从数据上看，财政支出增速确实有所下滑。尽管三季度专项债加速发行，但专项债资金的使用仍需加大力度。

修复全社会资产负债表仅依靠货币政策是不够的，财政政策需要进一步打开空间。10 月 12 日财政部发布会上，财政部长指出“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，表明财政政策思路已出现转变。为满足经济持续回升向好的需求，预计 2025 年可能继续扩大财政赤字，提高特别国债的发行规模，以在化解债务风险、稳增长、稳地产和扩内需等方面持续发力。

（四）金融杠杆率走势分化

2024 年三季度，资产方口径下的金融杠杆率从二季度末的 51.9% 上升至 52.3%，提高了 0.4 个百分点；负债方口径下的金融杠杆率从二季度末的 70.5% 上升至 72.7%，提高了 2.2 个百分点。前三季度资产方口径的金融杠杆率共下降了 0.2 个百分点，负债方口径的金融杠杆率共上升了 5.5 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，由于存款利率下行，部分资金从银行存款流入到非银行金融机构，从而增加了非银金融机构对银行的存款及拆借，导致负债方口径的金融杠杆率不断提升。

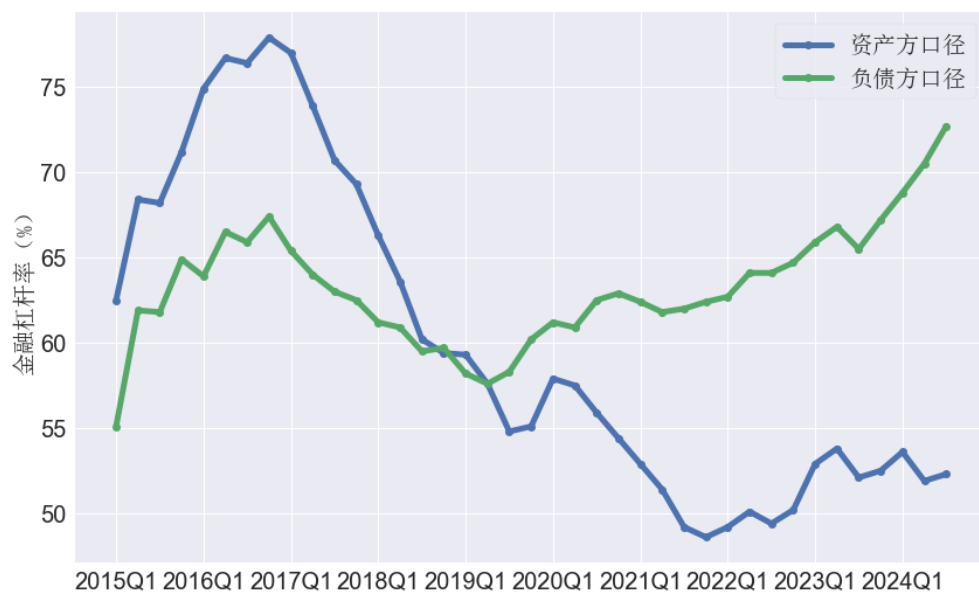


图 19 宽口径金融部门杠杆率

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。

银行间同业债务在总资产中的占比仍在下滑，同时银行向非银行金融机构的拆借在总资产中的占比也有较大幅度的下降，表明贷款及债券类资产在银行资产负债表中的占比不断提升，银行服务实体经济的能力增强。

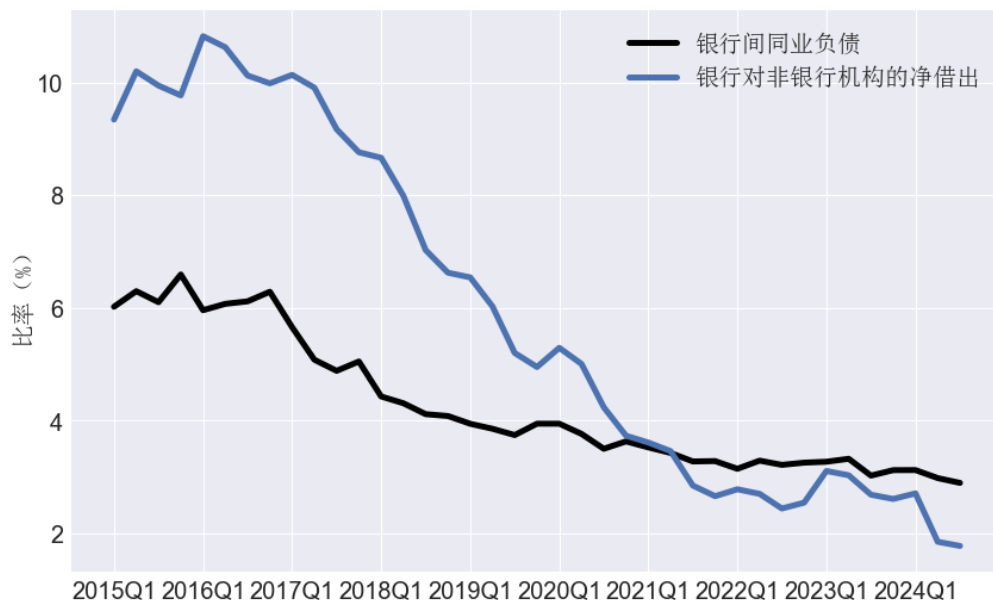


图 20 银行间同业贷款及银行向影子银行净借出在商业银行资产负债表中占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三、加大财政支持力度，促进财政从年度平衡到跨期平衡

中国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大，但近年来也面临新的

困难挑战，主要是国内需求不足的问题。在经济收缩周期内，经济主体会调整自身行为，降低支出以及“债务最小化”，以完成自身的资产负债表修复。此时，理想的功能财政应服务于宏观经济平衡，表现出显著的逆周期性，以抵消微观主体的资产负债表收缩效应。但受年度预算平衡、税收考核制度等因素影响，我国财政政策呈现较为明显的顺周期特征。我国财政顺周期的根本原因是财政“量入为出”的收入决定原则，财政收入和政府资产价格的顺周期性决定了其支出端财政政策的顺周期性。由此，我们建议加大财政支持力度，实现财政从年度平衡到跨（周）期平衡。

（一）宏观财政政策呈现较为明显的顺周期特征

从支出端看，疫情以来我国财政支出规模系统性下行，绝对值水平目前尚未回归疫情前趋势，增速也显著低于疫情前水平。不仅如此，财政支出增速显著低于名义 GDP 增速，对经济增长形成拖累。2021~2023 年，财政支出平均增速仅为 3.79%，低于名义 GDP 平均增速 3.75 个百分点。以不同口径财政支出（公共财政支出，以及公共财政和政府性基金两本账支出）占名义 GDP 比重衡量财政支出强度，2020 年以来，我国财政支出强度显著下行。

从收入端看，疫情以来我国财政收入增速高于支出增速，进一步加强对经济的紧缩效应。2021~2023 年，公共财政收入平均增速达到 6.27%，高于支出 2.33 个百分点。考察公共财政和政府性基金两本账，2021-2023 年，收入平均增速为 1.57%，高于支出 0.85 个百分点。从公共财政、政府性基金、社保、国有资本经营四本账看，2021~2023 年，收入年均增速达到 4.95%，高于支出 2.7 个百分点。

在经济增速下行压力加大的情况下，顺周期的财政政策进一步导致内需增长乏力，物价低位运行，不利于同其他稳增长政策形成合力。

（二）国际比较看，财政扩张仍有较大空间

随着现代货币理论的流行，很多国家从古典的平衡财政转向目标为充分就业的功能性财政，赤字率和政府杠杆率上升，但并未引发主权债务危机的风险。例如，为了应对疫情冲击，西方主要发达国家都采用了大规模财政刺激政策，美国 2020 年的财政赤字率达到了 14.7%，日本 2021 年的财政赤字率也达到了 14.7%，直至 2023 年仍都保持在 5%以上的水平。从波动幅度来看，1996 年至今，美国

的财政赤字率在-2.3%（表示财政盈余率为 2.3%）~14.7%的范围内波动；日本的财政赤字率在 3.5%~14.7%的范围内波动。

长期以来，中国财政赤字率控制在 1.6%~4%之间，无论是赤字率水平还是波动幅度都相对较小。2023 年，由于年末增发了 1 万亿元国债，中国财政赤字率升至 3.87%，为近二十年来的最高值。但这一水平仍显著低于同期美国、日本的赤字率水平，反映出我国财政政策仍有较大扩张空间，逆周期调节力度有待加强。

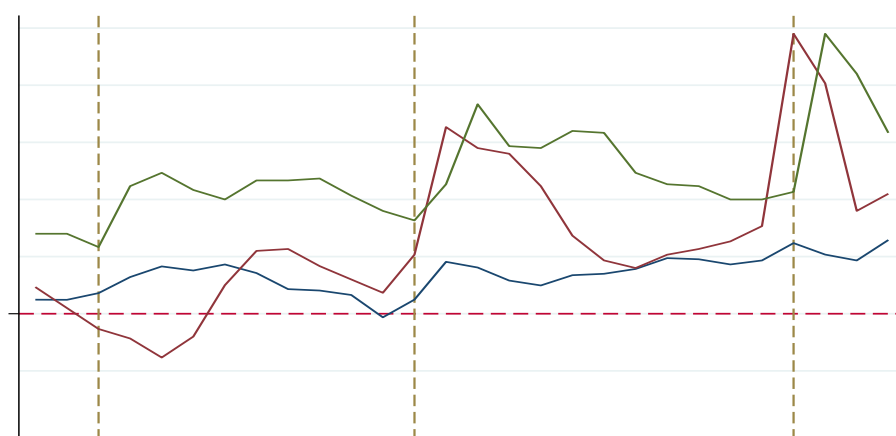


图 21 中国、美国、日本财政赤字率

（三）政府顺周期行为不利于资产负债表修复

政府顺周期行为的直接后果是抑制私人部门资产负债表修复和社会预期改善。私人部门信用扩张是宏观经济中的内生因素，具有明显的顺周期性，需要依赖财政扩张这一外生推动因素。逆周期财政下政府及时的支出可以使居民和企业的信心得到扭转，居民消费和企业投资增长转化为居民收入和企业盈利改善，如此循环下去，则全社会将进入新一轮繁荣周期。但如果政府也采取顺周期的行为，则会加大经济下行压力，陷入“资产负债表衰退”。

首先，在经济下行期，政府支出力度不足，降低了私人部门的当期收入及未来预期。一方面，财税部门为了完成收入预算，倾向于征收“过头税”或透支国有企业税收，造成居民和企业“雪上加霜”。2022 年全国一般公共预算收入决算显示，税收决算总收入仅完成预算的 92.5%，但罚没收入却完成预算的 113.9%，国有资本经营收入完成预算更是高达 243.9%。另一方面，受收入大幅下降影响，

政府、国企等部门也通过“降薪”等手段降低成本。地方政府债务还本付息负担较重，因财务状况限制，一部分公共部门支出困难，拖欠工资和企业工程款等事件时有发生。

其次，私人部门面临当期及预期收入的下降时，会通过降低支出与负债主动修复其资产负债表，反而导致资产负债表进一步恶化，最终陷入“资产负债表衰退”。虽然中国当前尚未出现明显的资产负债表衰退，但其受损迹象已较为明显：尽管融资成本下降，但私人部门主动融资的意愿不强；即使在 2021 年出现了收入和利润的短暂上升，也只是进一步加快了还本付息的速度，倾向于降低负债，而并没有增加投资。当前，居民债务增速创历史新低，非金融企业债务增速也不及 10%。根据金融周期的一般性规律，私人部门信用扩张与资产价格上涨具有较强的同步性，债务融资收缩与资产价格下跌相互叠加强化，私人部门的资产负债表最终还是受损。

（四）加大财政支持力度，促进财政从年度平衡到跨期平衡

9 月底一揽子增量政策从稳定资产价格和减轻负债压力入手，坚持存量调整和增量调控并重，强调推动房地产市场止跌回稳和提振资本市场，助力各部门资产负债表修复，彰显了宏观经济治理思路的重要创新。金融政策“组合拳”正持续发力显效，我们期待更大力度的财政扩张政策，短期要加大支出端逆周期调节力度，长期应拓宽宏观经济治理思路，从关注年度平衡到更加重视跨期平衡。

一是扩大中央政府赤字至 4% 以上。在居民和企业资产负债表修复的过程中，为保持必要的政府支出强度，2024 年仍需增量财政政策弥补缺口。而在年初突破 3% 狭义赤字隐性限制、扩大中央政府赤字规模是最优选择。不仅有助于显示财政逆周期调控决心，尽快稳定私人部门预期，且一般国债相较特别国债使用约束少，相较专项债风险小，更有助于促进经济增长。

二是由“减税降费”收入型政策转向补贴中低收入群体等支出型政策。当前，私人部门信心不足，大规模减税降费对经济拉动作用有限，且降低了税收收入。逆周期宏观调控需要稳定宏观税负，保障政府财力水平。当前内需不足、青年失业问题凸显，补贴中低收入群体不仅可以促进消费，还可以减少贫富差距，发挥财政政策内在稳定器功能。中央财政可在养老、托育、教育、医疗以及保障性住房等民生领域加大投入，解除中低收入群体的后顾之忧。

三是财政“收支平衡”由年度平衡转为跨期平衡。建立与经济周期相匹配的中期财政预算，加强宏观预测，切实发挥预算调节基金作用。增加财政目标灵活性，繁荣期避免出现为实现财政收入目标而征收“过头税”和预先征税，衰退期也无需“藏富于民”。探索实行与经济周期相适应的国家宏观资产负债表管理，在经济下行周期通过政府资产负债表的扩张来应对私人部门资产负债表的“躺平”甚至收缩，以实现宏观资产负债表再平衡。

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。