



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

2022年2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。

“三重压力”下杠杆率或将步入上行周期

——2021 年度中国杠杆率报告

摘要

- 2021 年的宏观杠杆率从 2020 年末的 270.1% 降至 263.8%，全年下降了 6.3 个百分点，实现较大幅度去杠杆；名义 GDP 增长了 12.8%，**债务仅增长 10%，接近于 1991 年以来的最低债务增速**（2018 年最低，为 9.6%）。考虑到 2020 年杠杆率大幅攀升了 23.6 个百分点，2021 年相比 2019 年仍有 17.3 个百分点的上升，想恢复到疫情前水平尚需假以时日。
- 相较于主要发达经济体的“大水漫灌”，我国宏观经济政策相对克制，突出了跨周期调节和稳增长与防风险的动态平衡。鉴于“三重压力”下经济下行风险加大，此前的克制也为未来的政策扩张留出了空间。
- 中国居民部门杠杆率是各部门中攀升最快的，从 2000 年不到 5% 增长至当前的 62.2%，当前已超过了德国的水平，与日本较为接近。尽管总体上我国居民部门债务风险可控，但考虑到居民部门内部分化严重，相应的居民杠杆率风险也在加大。美国次贷危机的一个重要教训就是居民部门负债过高，且低收入家庭的杠杆率远远大于高收入家庭，正是这种内部的结构分化，引发了危机。
- 预计 2022 年宏观杠杆率由当前的 263.8% 上升至 269% 左右，全年上升 5 个百分点。未来经济面临较大下行压力。这种情况下，一方面，政策聚焦稳增长，作为分子的债务

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社会科学院金融研究所所长
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

特殊资产行业运行

增速会上升；另一方面，从十四五甚至更长一个时期来看，增速换挡仍会持续。分子分母的一增一减，杠杆率将会上升。由此我们认为，“三重压力”下宏观杠杆率或将步入上行周期，而影响杠杆率走势的关键因素无疑是经济增长。

目 录

一、总判断：宏观杠杆率持续下降	1
二、分部门杠杆率分析	4
(一) 居民杠杆率微弱下降，但两年平均增长依然较快	4
(二) 非金融企业杠杆率大幅下降，信心有待恢复	10
(三) 政府杠杆率继续上升，债务对基建投资的传导尚需时日	17
(四) 金融部门杠杆率继续下降	21
三、总结与展望	24
(一) 杠杆率降幅明显为政策扩张留出空间	24
(二) 稳中求进对宏观杠杆率提出要求	24
(三) 宏观杠杆率或将步入上行周期	25

一、总判断：宏观杠杆率持续下降

2021 年全年，宏观杠杆率共下降了 6.3 个百分点，从 2020 年末的 270.1% 降至 263.8%，四个季度的降幅分别为 2.1、2.6、0.6 和 1.0 个百分点。其中居民部门杠杆率与 2020 年末持平，维持在 62.2%，四个季度的增幅分别为-0.1、-0.1、0.1 和 0.1 个百分点。非金融企业部门杠杆率下降了 7.5 个百分点，从 2020 年末的 162.3% 下降至 154.8%，四个季度分别下降了 0.9、2.6、1.5 和 2.4 个百分点。政府部门杠杆率上升了 1.2 个百分点，从 2020 年末的 45.6% 增长至 46.8%，四个季度的增幅分别为-1.1、0.1、0.9 和 1.3 个百分点。与此同时，M2/GDP 下降了 7.4 个百分点，从 2020 年末的 215.8% 降至 208.4%；社融存量/GDP 下降了 6.3 个百分点，从 2020 年末的 281.0% 降至 274.7%。

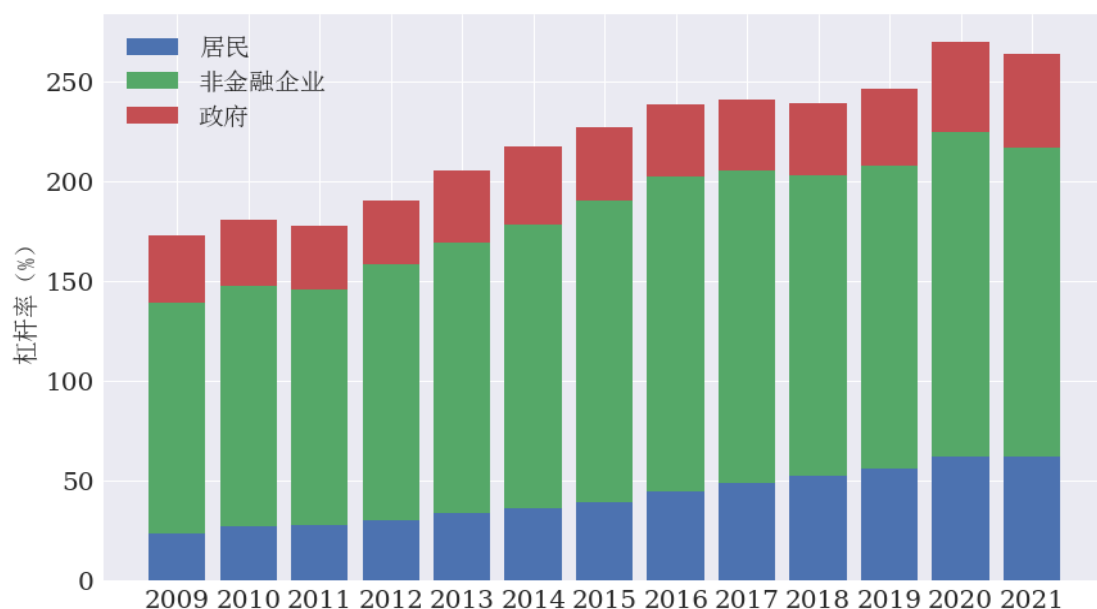


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

受疫情冲击，2020 年宏观杠杆率共上行了 23.6 个百分点，为 2009 年以来的最大增幅。尽管 2021 年有所消化，杠杆率全年下降了 6.3 个百分点，但两年的总杠杆率仍然攀升了 17.3 个百分点，未来还需较长时间才能消化这一冲击的影响。当前中国经济面临着需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力。2021 年三、四两个季度的实际经济增速跌落至 4.9% 和 4.0% 的水平，经济的持续稳定恢复面临较大考验。十四五期间，我国经济增长仍面临较大下行压力，经济

增速可能下行至 5-6% 区间。围绕稳字当前、稳中求进的工作总基调，宏观杠杆率面临较大的上升压力。未来一段时间，决定宏观杠杆率走势的主要因素并不在于对债务增速的强力控制，而在于宏观经济的恢复程度，只有保持平稳较快的经济增长，才能在十四五期间维持杠杆率的基本稳定。

2021 年决定宏观杠杆率有较大幅度下降的原因在于名义经济增速较快而债务增速触底。四个季度单季的名义 GDP 分别上涨了 20.8%、13.4%、9.7% 和 9.7%，全年名义 GDP 总体上升了 12.8%，超出我们的预期。超预期的增长主要出现在上半年，前两个季度的环比增速都超过了过去数年的水平，尤其是第二季度的环比增速较高（一季度实际经济环比增长 0.3%、二季度环比增长 1.3%），经济的快速恢复实现了一段完美去杠杆过程。三季度煤价大幅上涨、拉闸限电等因素抑制了总供给，经济增速下滑且物价有所上涨，导致了 2010 年以来最低的三季度环比增速（三季度环比增长 0.7%）；四季度经济有所恢复，但依旧较为疲弱（受三季度基数较低的影响，四季度环比增长达到了 1.6%）。与此同时，货币信贷环境中性偏紧。广义货币和社融存量分别上升了 9.5% 和 11.8%，三个部门总债务共上升了 10.0%，接近于 1991 年以来的最低债务增速（2018 年最低，为 9.6%）。

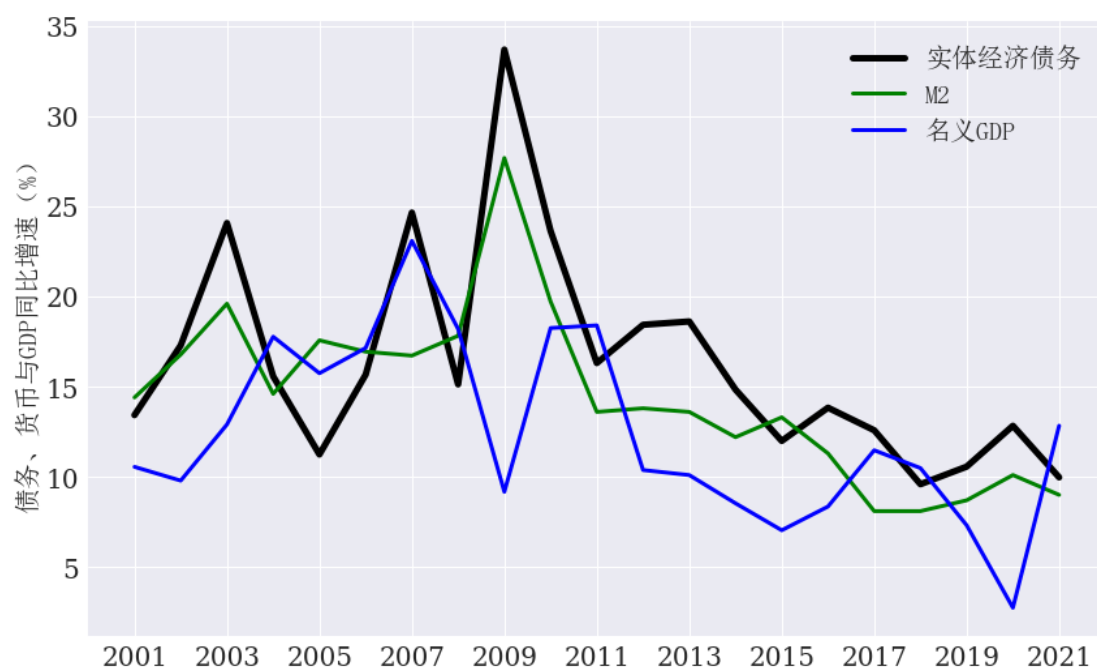


图 2 债务与 GDP 同比增速

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。

名义经济增长较快的一个重要原因在于物价。全年 GDP 缩减指数达到了 4.7% 的高位，是 2012 年以来的最高水平；其中二季度和四季度的缩减指数均高于 5%，只有一季度在 3% 以下。物价上涨主要由生产者价格指数（PPI）驱动，2021 年年末（12 月）的 PPI 相比去年同期上升了 10.3%，已经是本世纪以来的最高水平。但消费者价格指数（CPI）保持稳定，2021 年年末（12 月）的 CPI 相比去年同期仅上升了 1.5%，全年平均的涨幅更低。在需求收缩较为严重的环境下，CPI 很难有较大幅度上涨。PPI 与 CPI 的差距拉大，主要影响的是下游企业。对下游企业来说，原材料成本上升，但产品价格不变，利润水平下降。下游企业更多是中小微企业，这部分企业利润下降，甚至退出市场，不利于经济复苏和就业稳定。

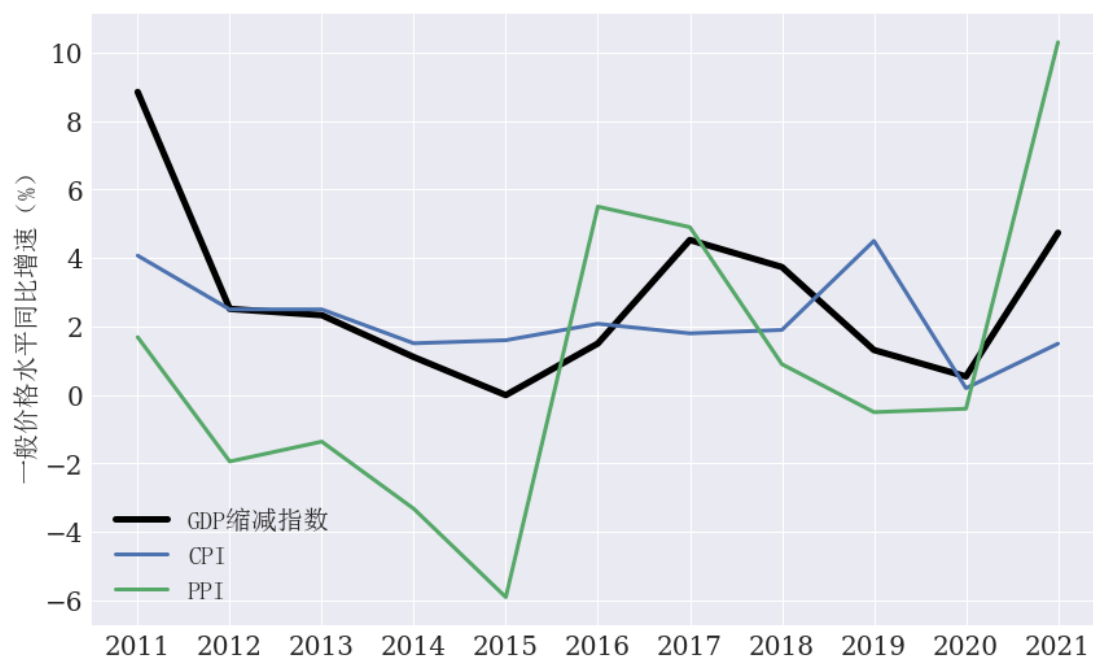


图 3 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

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，2021 年非金融企业部门在去杠杆过程中的贡献最大，全年共下降了 7.5 个百分点。2020 年企业部门杠杆率攀升 10.4 个百分点，超过七成的涨幅已经调整下去。过去两年企业杠杆率仅上升了 2.9 个百分点，明显低于居民和政府部门。企业杠杆率从 2020 年三季度开始下降，已经持续六个季度都呈现出去杠杆的态势。居民杠杆率在 2021 年保持稳定，维持在 62.2%，但在两年的跨度上共上升了 6.1 个百分点，仍是较快的上升速度。政府杠杆率上

涨幅度基本符合预期，2021年上涨了1.2个百分点，过去两年共上涨了8.3个百分点。从两年的跨度看，政府部门是宏观杠杆率上升的主要动力。过去两年宏观杠杆率一共上升了17.3个百分点，其中政府部门贡献了五成，居民部门贡献了三成半，剩余一成半是非金融企业部门的贡献。这也体现出政府部门杠杆率在熨平经济波动方面所发挥的积极作用。

趋势上看，三重压力下我国宏观杠杆率或将步入上行周期，呈现稳中有升的态势。这主要是基于对未来经济走势的判断。分母上，价格因素所起到的作用将减弱（当然也无法排除输入性通胀的可能干扰），较高的名义增速难以维持。疫情冲击下，经济恢复的情况也有待观察，尤其是对未来经济预期的恢复仍面临许多困难，名义经济增速可能会进一步下行。在分子上，当前偏紧的货币政策并不会长期保持，在经济增长面临下行压力情况下，货币和债务增速都会更快。预计2022年宏观杠杆率会出现一定幅度的上涨。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率微弱下降，但两年平均增长依然较快

2021年居民部门杠杆率保持不变，维持在62.2%的水平上，四个季度的增幅分别为-0.1、-0.1、0.1和0.1个百分点。居民杠杆率在全年的表现非常平稳，上半年稍有下降，下半年回升到2020年末的水平。而2020年居民的杠杆率大幅上升，全年增长了6.1个百分点。从过去两年平均来看，居民杠杆率仍然保持着每年大约3个百分点左右的增长幅度，与受到疫情冲击前的大部分年份是较为相似的。居民部门仍是我国宏观杠杆率上升的主要驱动力。

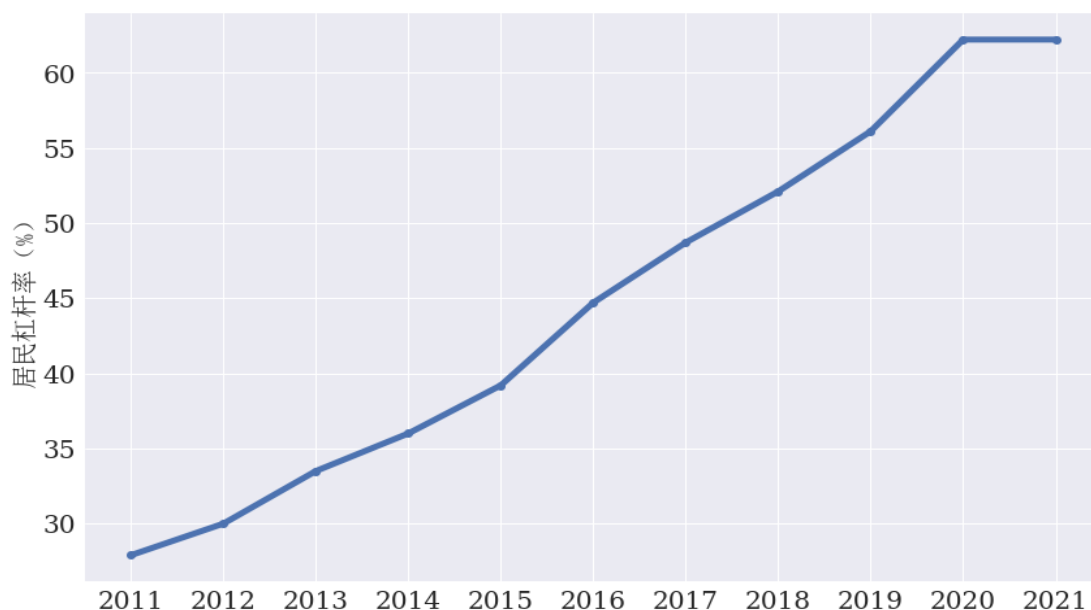


图4 居民部门杠杆率

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。

中国居民部门杠杆率是各部门中攀升速度最快的，从 2000 年不到 5% 增长至当前的 62.2%，当前已经超过了德国的水平，与日本较为接近。居民杠杆率的快速攀升，影响到金融体系的稳定；2008 年国际金融危机的一个重要导火索即是居民债务水平过高。我国居民债务风险与房地产走势、收入增长以及分配不均等问题高度相关。

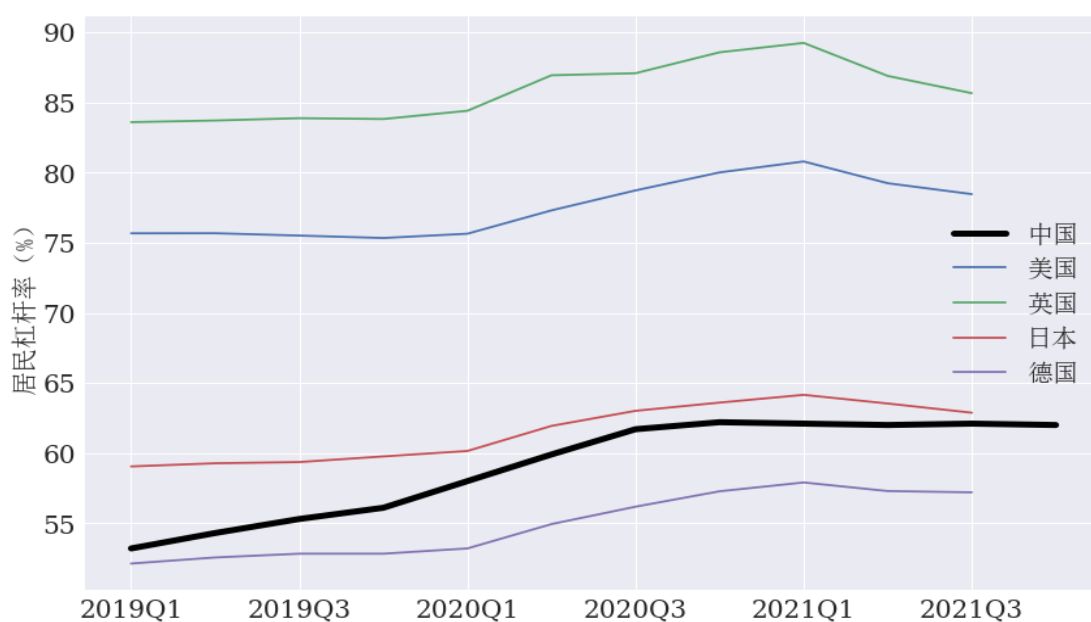


图5 各国居民部门杠杆率

资料来源：IIF；国家资产负债表研究中心。

1. 房地产是居民部门杠杆率风险的关键所在

房地产长期以来都是拉动我国经济增长的主要动力之一。房地产投资在全部固定资产投资中占比约四分之一，房地产资产在居民总资产（非金融资产与金融资产之和）中占比约三分之一，住房贷款与房地产开发贷之和占到了全部银行贷款余额的四分之一以上。此外，还有大量经营性贷款也是以房地产为主要抵押品，稳定房地产是稳定居民部门风险的关键所在。

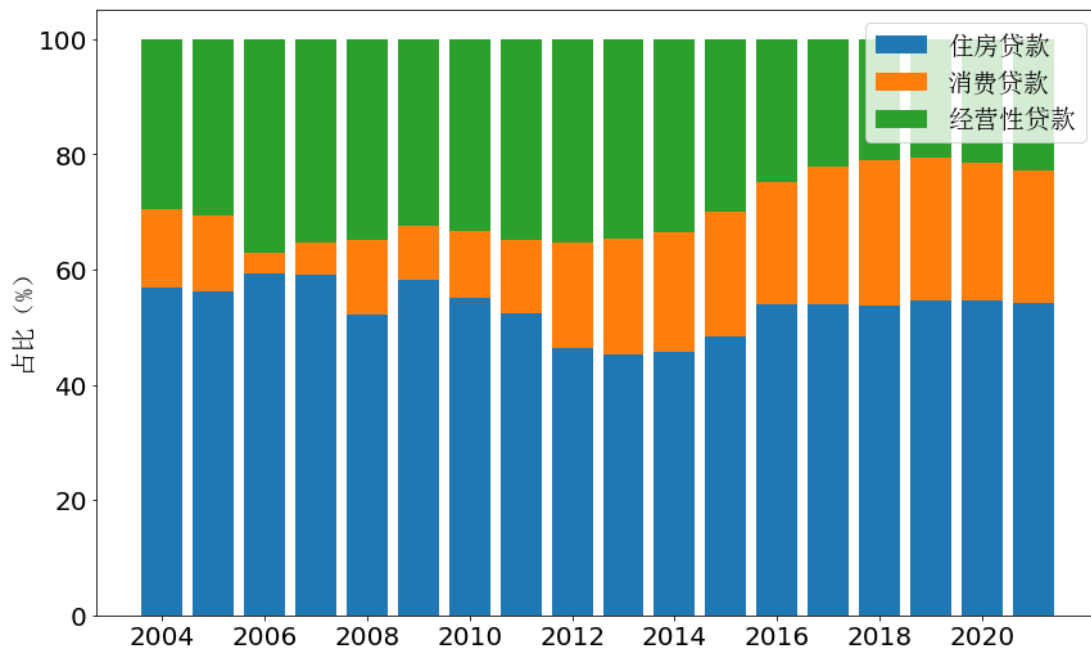


图6 居民部门各类债务占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

房地产贷款占比过大、增速较快是过去几年居民杠杆率最大的风险隐患，也造成了房地产金融的失衡，房地产相对于实体经济过度发展。2020年中央出台了对于房地产企业债务进行约束的“三道红线”制度、对银行房贷集中度管理的制度以及防范经营贷违规流入房市的各类措施。虽然住房贷款仍有上涨，但动力趋弱。在较强的监管压力下，住房交易市场的活跃度开始下降。2021年三季度开始，商品房交易量大幅下降，住房价格趋于平稳，部分地区甚至有所下降。但房地产信贷供需两端收紧也引发了市场震荡；未来看，仍需稳字当头。

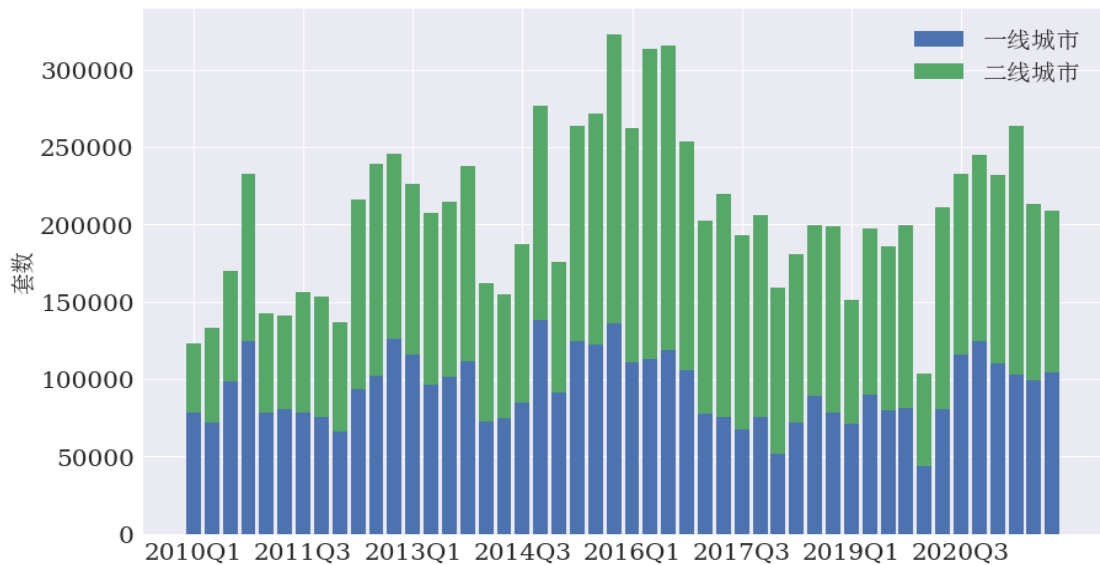


图7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民部门整体债务风险较低，但结构分化问题严重

从居民净资产角度看，只要收入增长快于消费增长，居民净资产就会增加。从居民可支配收入和居民消费增速来看，过去十年中二者基本一致，且收入增速略高于消费增速。因此，从居民部门整体上看，净资产还是在上升的。理想状态下，居民债务增速继续下降，直至与居民收入增速基本一致，则居民杠杆率最终将达到稳定的水平。

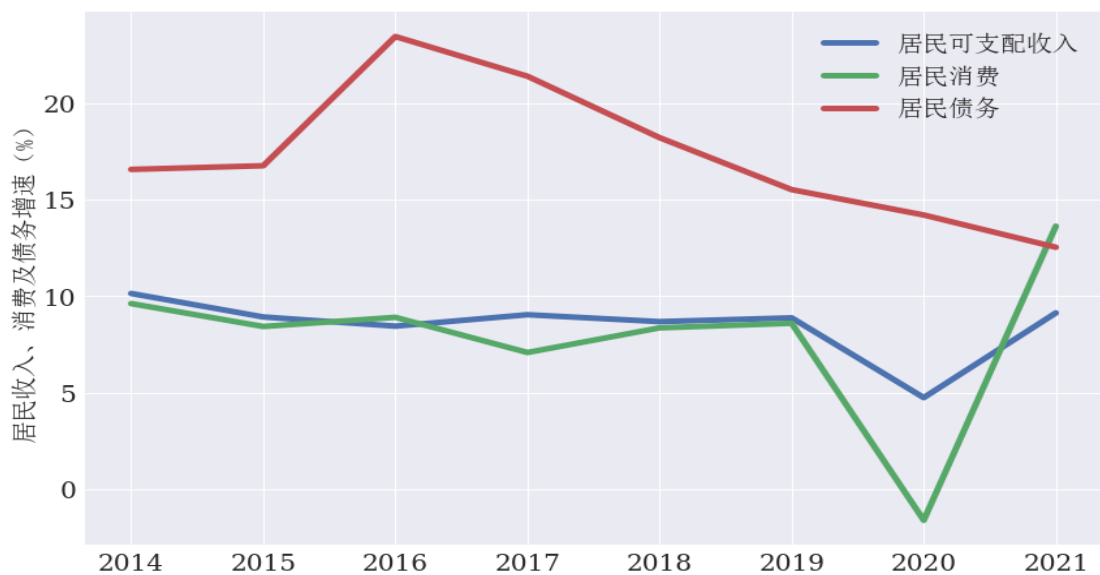


图8 居民收入、消费及债务的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

尽管总体上居民部门债务风险可控，但考虑到居民部门内部的结构分化严重，相应的居民杠杆率风险值得警惕。**结构分化是居民债务危机的重要导火索；并不是居民部门整体资不抵债，而仅仅是一部分人没有足够的现金流来还本付息就有可能引发一系列的债务风险。**根据《中国家庭金融调查报告》中的数据，30-40 周岁群体的家庭中住房贷款总额是家庭年收入的 11 倍，但收入最低的四分之一家庭中贷款总额是年收入的 32 倍。按照当前住房贷款的平均利率 5.6% 来算，这部分家庭每年仅对住房贷款的利息支出就将近全部家庭年收入的 两倍。对这部分家庭来说，根本无法通过收入来覆盖每年的还本付息支出，一旦出现房价下跌，就会有断供风险。从近两年来看，银行起诉房贷违约断供的案件大幅增加，法拍房数量也暴涨，从 2019 年的 50 万套增长至 2021 年的超过 160 万套。美国次贷危机的一个重要教训就是居民部门负债过高，且低收入家庭的杠杆率远远大于高收入家庭，正是这种内部的结构分化，引发了危机。

当前我国的收入分配基尼系数大约为 0.465，高于 0.4 的国际警戒线；而财富分配基尼系数则接近于 0.8。疫情冲击导致结构分化更为严重。高收入者受到的冲击较小，甚至一些与平台经济、金融科技相关的领域还获得了更好的发展机会；但较为低端的服务业、个体工商户、农民工等受疫情的冲击较大。这部分低收入群体在收入上的波动对整体居民债务风险具有边际上更为重要的影响。

3. 发展普惠的居民经营贷有利于缓解居民债务风险

疫情后的两年中居民贷款结构中最为显著的变化是居民经营性贷款增速较快，增速超过了住房贷款和消费贷款。从全年来看，居民杠杆率保持稳定，主要是由于居民经营性贷款的正向贡献因素，而住房贷款和消费贷款都是大幅向下拉低居民杠杆率的因素。过去两年居民的经营性贷款增速都接近于 20%，在 2020 年有部分因素是普惠性经营贷款利率较低，部分资金流入到了房地产市场中，但 2021 年金融监管部门对这种行为有了较强的监管，经营贷增速依然维持在高位。居民经营性贷款占比上升在一定程度上体现出金融服务实体经济的成效，对于缓解居民债务风险是有利的。

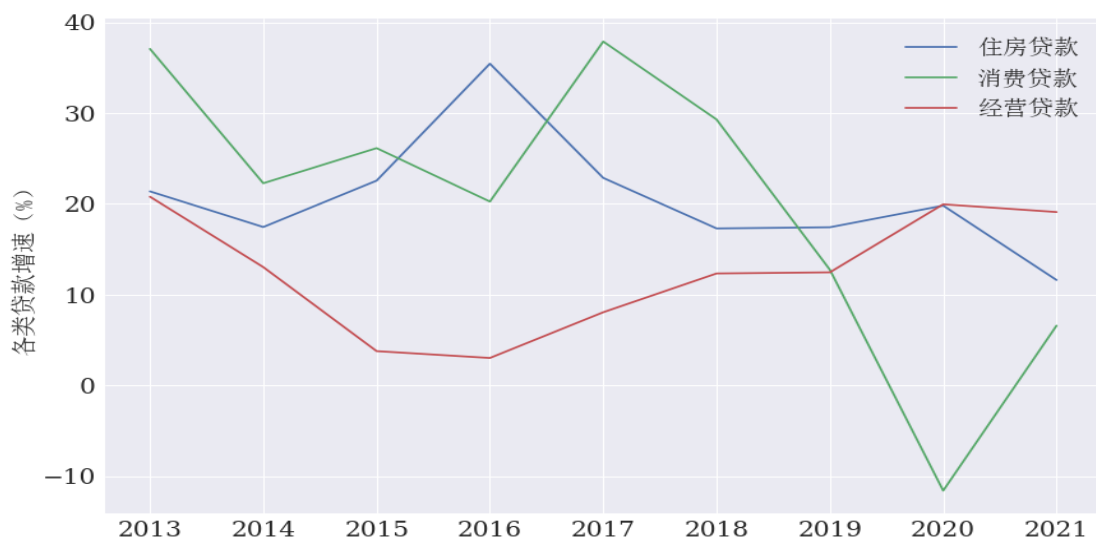


图9 居民部门各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

居民经营性贷款对于提高小微企业和个体工商户的经营收入具有重要的帮助作用。2020年政府工作报告明确提出大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%，2021年仍要求这一增速保持在30%以上。货币当局也显著提高对普惠小微贷款的支持力度，个人经营性贷款是普惠型小微贷款的重要组成部分。普惠贷款自2018年起一直处于加速上升的态势。截至2021年末，银行业的普惠小微贷款余额已达19.1万亿元，同比增速接近35%。大型国有银行对普惠小微贷款的支持力度也在加强，全部普惠贷款中来自于大型国有银行的占比从2019年初的7%已经提升到当前接近10%的水平，同比增速接近35%。

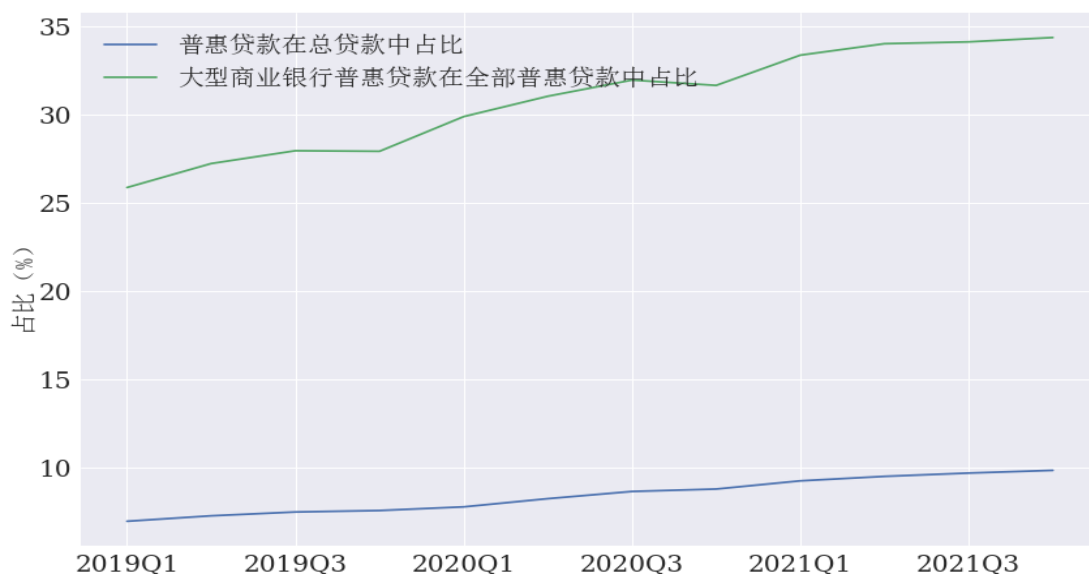


图10 银行普惠小微贷款占比

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）非金融企业杠杆率大幅下降，信心有待恢复

2021 年，非金融企业部门杠杆率共下降了 7.5 个百分点，从 2020 年末的 162.3% 下降至 154.8%，四个季度分别下降了 0.9、2.6、1.6 和 2.4 个百分点。企业去杠杆的态势非常明显，下半年杠杆率的降幅超过了上半年。2020 年受疫情冲击，我国非金融企业杠杆率上升了 10.4 个百分点，这个涨幅中的大部分已经在 2021 年被消化掉，目前非金融企业杠杆率仅比 2019 年末高了 2.9 个百分点。

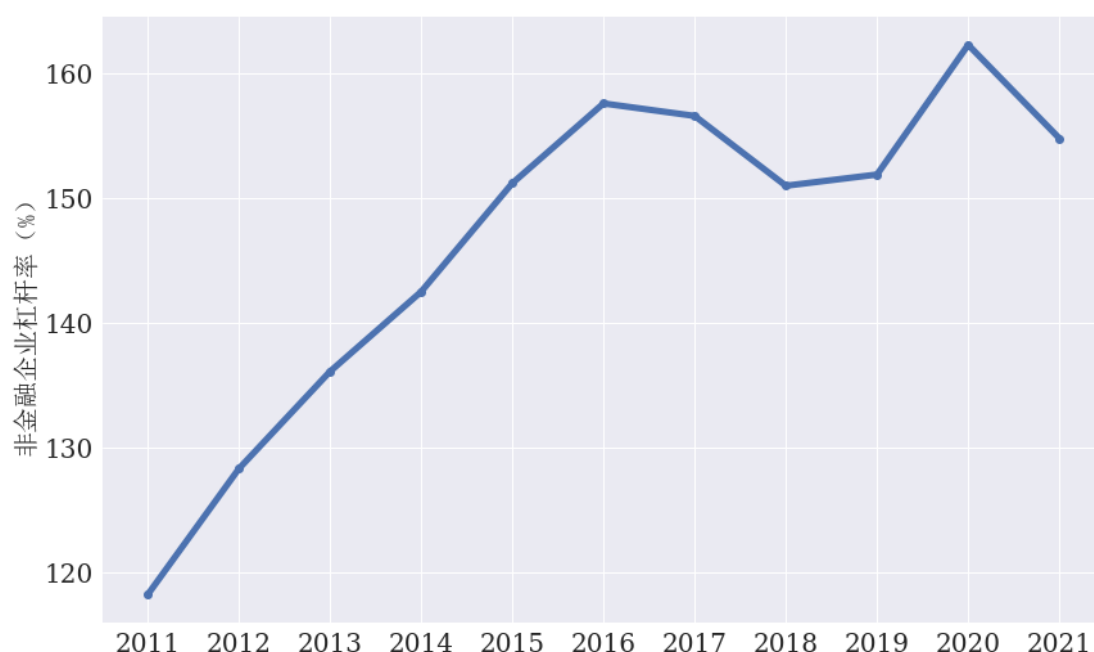


图 11 非金融企业部门杠杆率

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。

2021 年非金融企业杠杆率大幅收缩主要原因有三点：一是企业投资意愿不强，二是企业利润增长较快，三是银行信贷供给收紧。如果放任这些因素互相叠加影响，则容易陷入资产负债表衰退，既丧失了经济增长动力，也增加了企业债务违约的风险。随着政府的支持市场主体的政策力度上有所加大以及预期的趋稳，企业投资增速有望提升，企业部门杠杆率或将在 2022 年稳中有升。

1. 企业投资意愿不强

2021 年全年的固定资产投资增速仅为 4.9%，过去两年的平均投资增速仅为 3.9%。我国固定资产投资增速自 2015 年开始低于 10%，随后出现了非常急速的下跌趋势，当前已经跌破了 5%，远远低于名义 GDP 增速，投资反而成为拖累经济增长的因素。

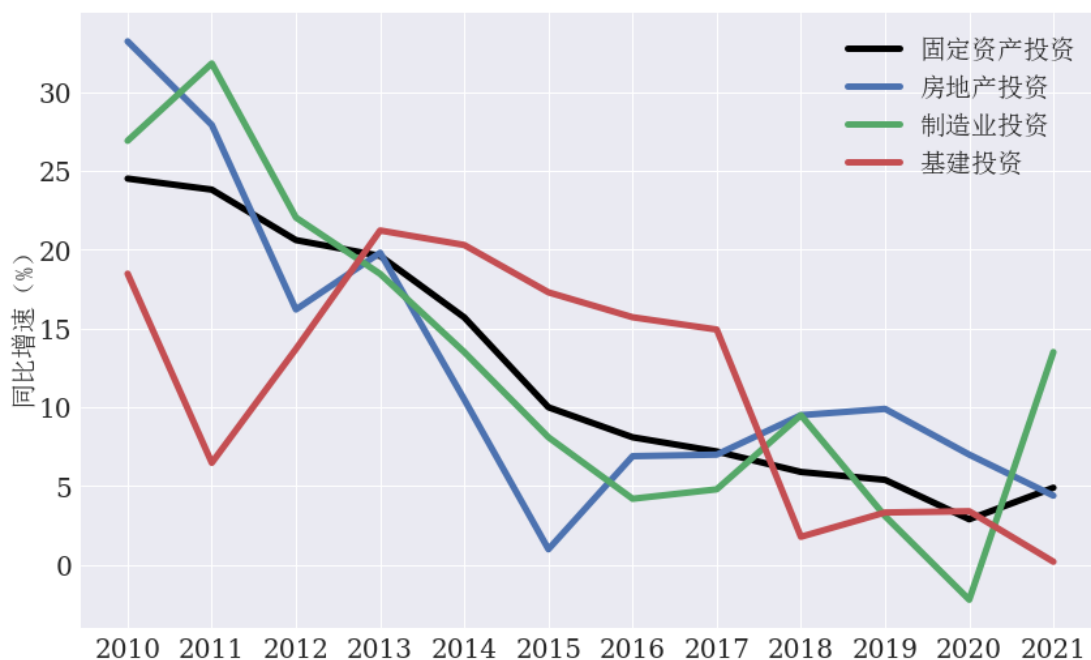


图 12 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

虽然从整体上看，投资增速下滑严重，但结构上也有一些亮点，主要体现在制造业投资在 2021 年出现了较大幅度的增长，全年增长了 13.5%，两年平均增长了 5.7%。全球疫情冲击导致大部分国家的产能受限，中国的出口需求增长幅度较大，由此也带动了对制造业投资的需求。而房地产投资则是从 2019 年的高点不断下行，体现出我国经济逐渐脱离靠房地产投资拉动的增长模式。基建投资全年仅增长了 0.2%，两年平均增长了 1.8%。基建投资长期以来是我国经济增长的重要支柱，具有一定乘数效应，其增速下滑也对其周边的相关产业产生冲击。企业的投资意愿不强，对依靠贷款来扩张生产经营规模的需求更低，这是企业部门杠杆率下降的主要原因。

2. 企业收入和利润表现亮眼

企业投资下降的主要原因并不在当前收入和利润的下降，而主要是未来预期的悲观。2021年工业企业的营业收入和利润总额分别上涨了19.4%和34.3%，过去两年的平均增速也都在10%以上。从企业收入和利润角度来看，疫情对于第二产业的冲击有限。出口需求较为强劲，且PPI增长速度较快，都支持了企业获得更高的收入和利润增速。

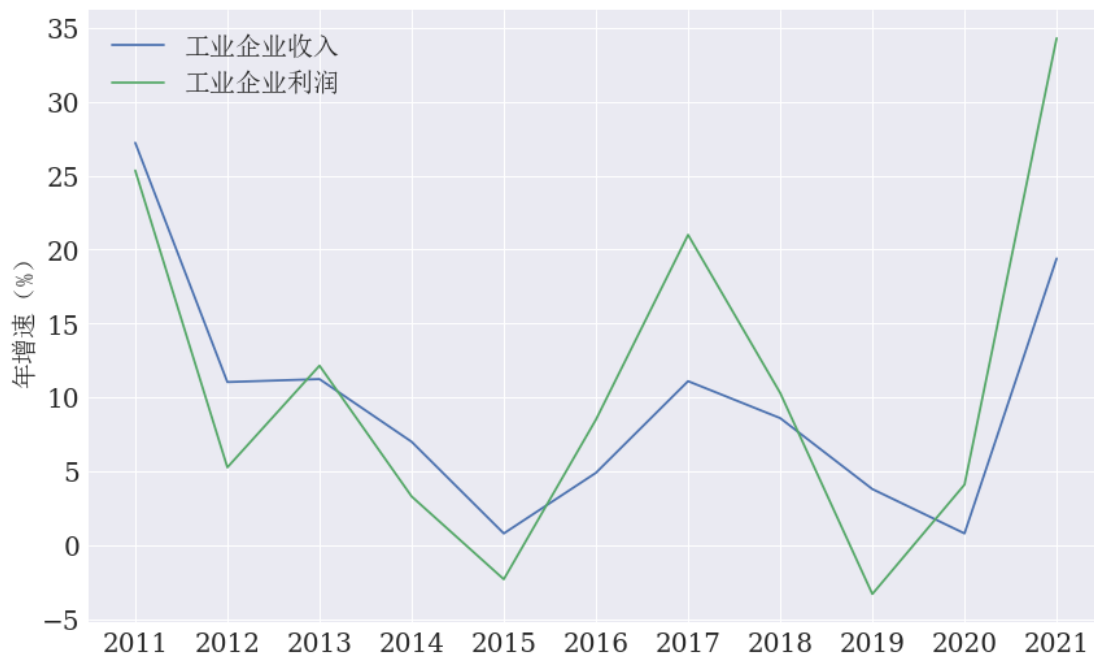


图 13 企业收入和利润的累计同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

企业获得经营收入和利润后并不急于追加投资，而是优先偿还债务，降低借新债的规模，呈现出“资产负债表式衰退”的迹象。2017年进入去杠杆周期以来，企业部门的资产和负债增速都处于低位，且缓慢下降。企业部门在账面上积累了大量资产，短期内并没有紧迫的融资需求。2021年企业的资产和负债增速有所提高，但仍低于2014年之前的增长水平。企业大部分利润都形成了留存收入，使得资产也增长较快。

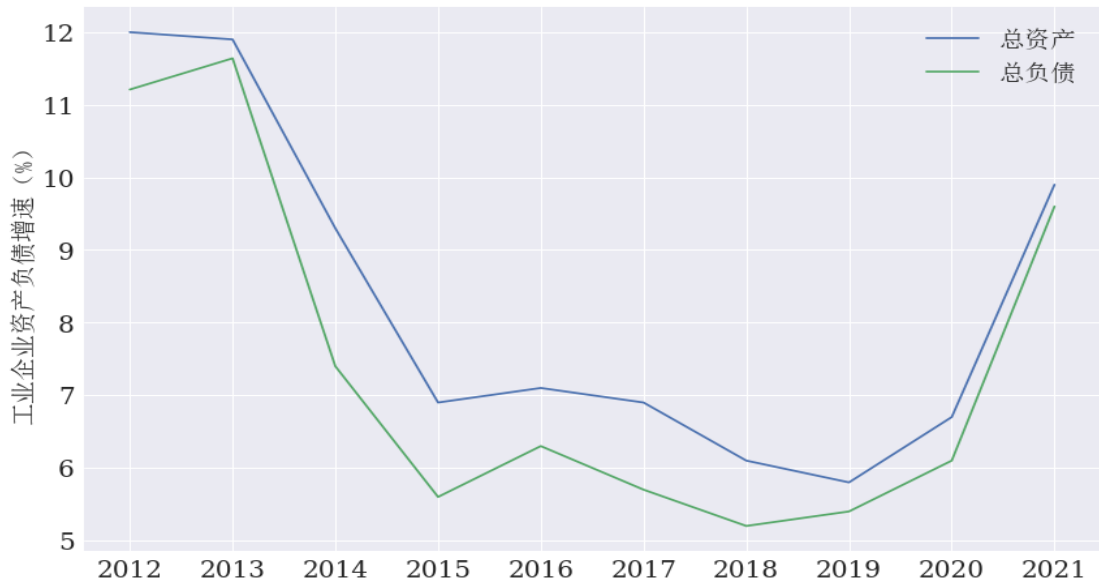


图 14 工业企业资产及负债增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从资产负债率来看，企业部门近年来基本保持稳定。国有企业资产负债率有微弱的下降，从 2020 年的 64% 下降到 63.7%；工业企业资产负债率基本稳定。我国国有企业杠杆率在 2015 年之后有了显著的下，主要原因是总资产的扩张速度大于负债的扩张速度。企业部门仍然面临着国企与民企负债率不对称的问题，国企的杠杆率远高于民企。

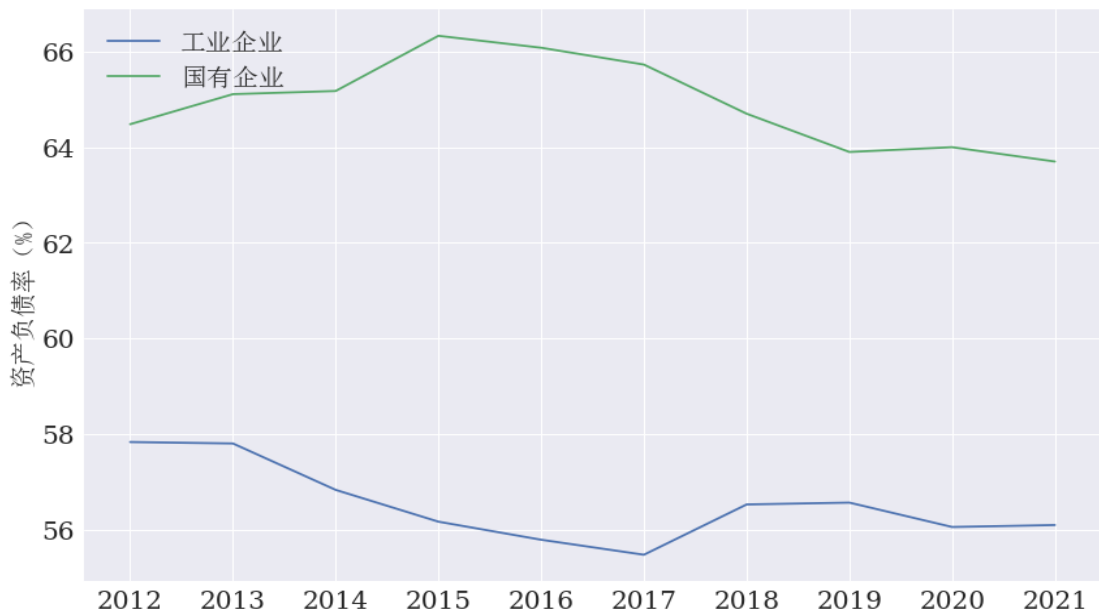


图 15 工业企业和国有企业的资产负债率

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

3. 银行流动性收紧，也降低了对企业的贷款意愿

2021 年全年来看，货币政策是偏紧的。一季度企业贷款利率和票据融资利率都有所上升，2020 年为应对疫情所推出的临时性放松政策基本都退出了。上半年的信贷增长基本回归常态。2021 年银行等金融机构的超额准备金率已经下降到历史较低的位置，年末金融机构超额准备金率降至 2.00%，商业银行超额备付金率降至 2.05%，尤其是二季度末的超准率最低。银行的流动性降低，也会降低对企业的贷款意愿。

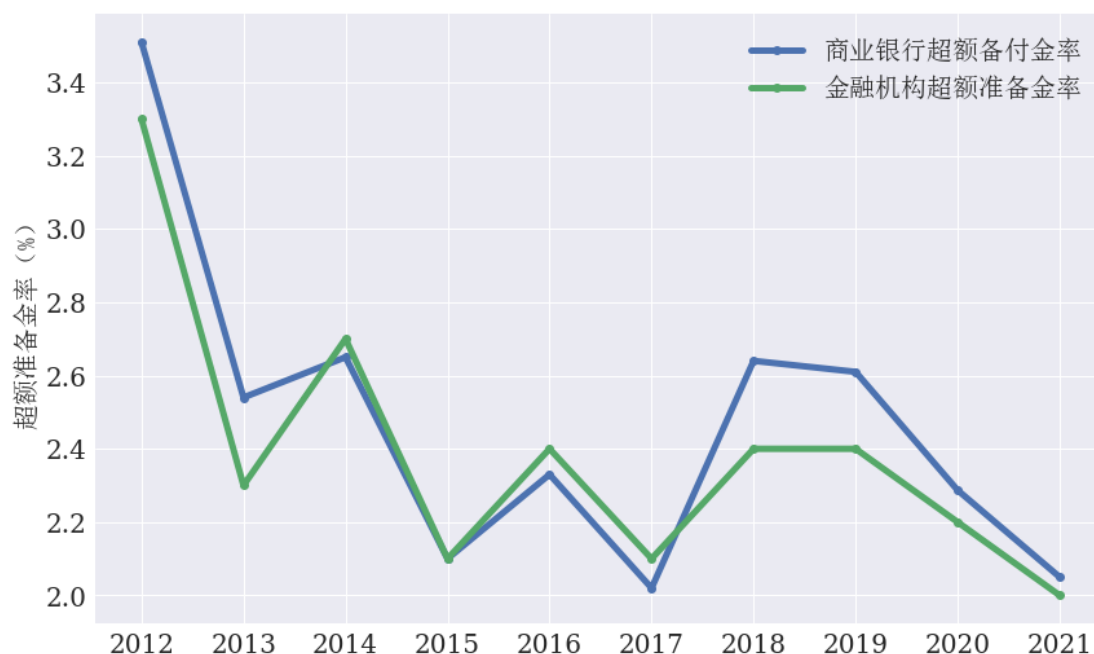


图 16 超额准备金率

资料来源：中国人民银行、中国银保监会；国家资产负债表研究中心。

随着经济下行压力不断加大，央行在下半年有所放松，但银行间资金的投放基本稳定，7 月份和 12 月份进行了两次降准。降准仅是央行替代 MLF 和外汇储备的基础货币发行手段，并不一定对应着对市场释放充足的流动性。下半年的贷款利率也有所下行。2021 年全年企业贷款利率为 4.61%，而四季度的企业贷款利率已经降低到 4.57%，全年利率是一个先上升后下降的过程。票据融资利率下降的幅度较大，从 2020 年四季度的 3.1% 降至 2021 年四季度的 2.18%。票据利率下降的一个重要原因在于企业融资需求有限，部分商业银行只能通过票据贷款来完成信贷投放任务。

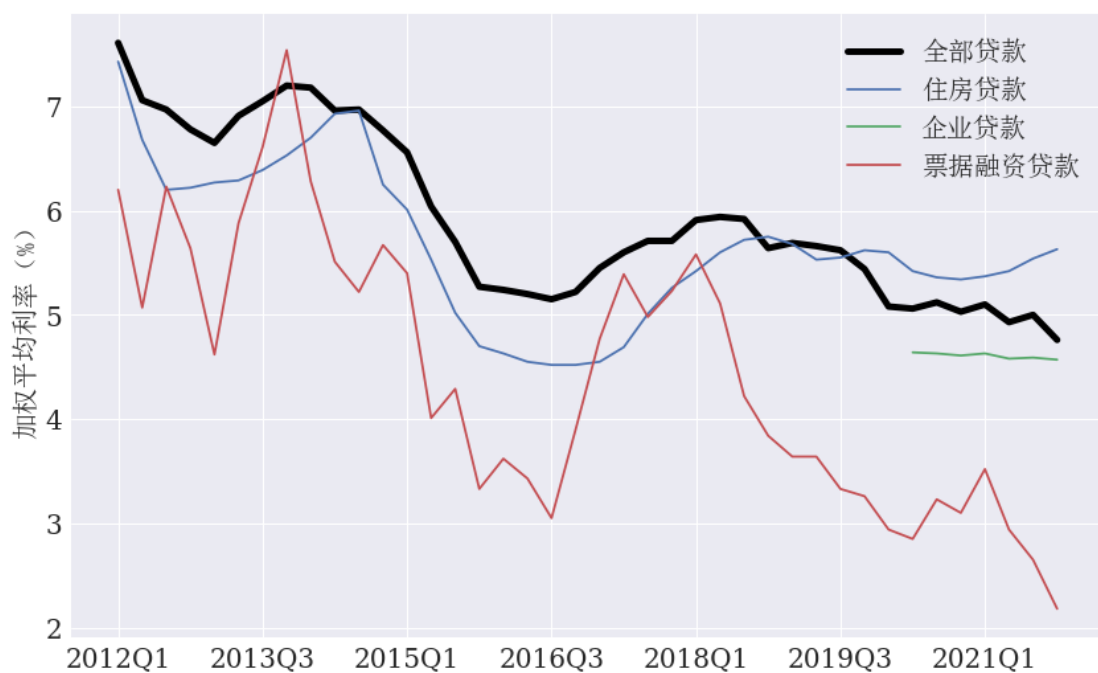


图 17 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2021 年 12 月，1 年期的 LPR 利率在时隔 1 年半后首次下行，从 3.85% 下行至 3.8%，紧接着于 2022 年 1 月 20 日再次下行至 3.7%，企业融资成本也将随着有所下降。央行强调要“保持总量稳定，避免信贷塌方”。总的来看，2021 年全年对企业信贷的支持是偏紧的，但下半年有所放松。预计 2022 年会加大货币政策总量宽松力度，对非金融企业的支持会进一步加强。

4. 债务违约风险突出

经济下行，尤其是房地产领域的下行，不断提高企业债务违约风险。2021 年全年共有 148 只债券发生违约事件，涉及金额达 1600 亿元，其中国企债券数量高达 66 只。国企违约，甚至央企违约，已经呈现出常态化趋势。这将有利于打破所谓的“国企信仰”，促进风险的市场化定价，推动信用债市场的健康发展。但同时，也要尽量避免由债券违约所引发的金融风险，保护投资人的合法权益。

目前债券违约最大的风险点在房地产领域。2021 年房地产政策有较大幅度的收紧，房地产企业的资金压力持续上升。全年房地产开发资金来源中的贷款资金同比下降了 12.7%。三季度多家房地产开发商出现了违约，包括华夏幸福、四川蓝光、恒大集团、泛海控股、建业地产等，相关债券违约规模也将近 600

亿元，创历史新高。自 2021 年 6 月份以来，恒大问题已逐渐被媒体所关注，6 月 30 日穆迪下调了恒大评级，随后开始出现恒大商业票据逾期的公告。对于房地产行业来说，目前并不仅是恒大一家企业受到较大冲击。随着对地产监管的趋紧以及对个人住房贷款的约束，大量房地产企业的流动性状况仍然困难。四季度房地产违约有所缓解。

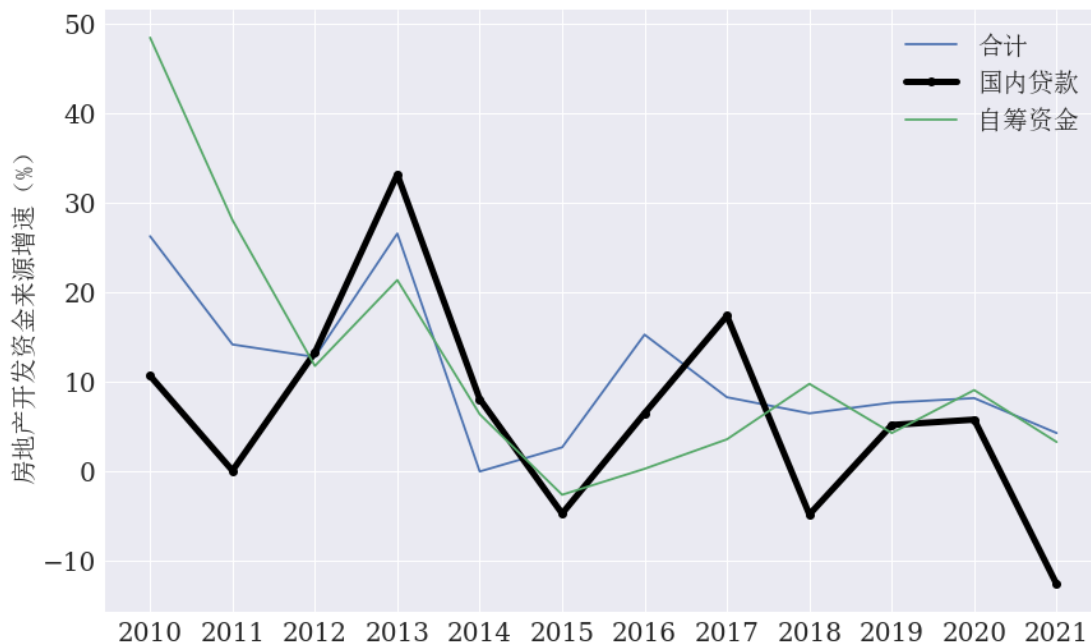


图 18 房地产开发资金来源累计同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

房地产相关债务在我国的金融体系中占有很大比重。2021 年末个人住房贷款余额 38.3 万亿元，占到全部居民贷款的一半以上；房地产开发贷款 12.0 万亿元，占到全部非金融企业贷款的 10%；全部房地产相关贷款占到了银行贷款余额的 30%。除此之外，当前绝大部分比例的个人经营性贷款也是以住房为抵押的，房地产市场稳定是防范商业银行贷款违约风险的主要前提。同时，房地产行业也牵涉到许多其它方面。有了恒大、华夏幸福等高负债、高杠杆、高周转经营模式相继爆雷的前车之鉴，众多房地产企业更加趋于保守。企业的拿地积极性和开工意愿都在下降，土地流拍率跳涨，成交土地溢价率大幅下折。这对于“土地财政”依赖度较高的地方政府会形成一定冲击，加重地方政府的债务风险。

（三）政府杠杆率继续上升，债务对基建投资的传导尚需时日

2021年，政府部门杠杆率共上升了1.2个百分点，从2020年末的45.6%增长至46.8%，四个季度的增幅分别为-1.1、0.1、0.9和1.3个百分点。其中，中央政府杠杆率下降了0.1个百分点，从2020年末的20.3%降至20.2%，四个季度的增幅分别为-0.5、-0.4、0.3和0.5个百分点；地方政府杠杆率上升了1.3个百分点，从2020年末的25.3%增至26.6%，四个季度的增幅分别为-0.6、0.5、0.6和0.8个百分点。上半年国债和地方债发行速度都较为缓慢，政府杠杆率有一定幅度下降，但下半年以来，政府债券的发行速度提升。地方政府债务增速仍然快于中央政府，下半年债务规模有更大幅度的上升。全年看，国债的增长低于预期，地方债增长略超预期。

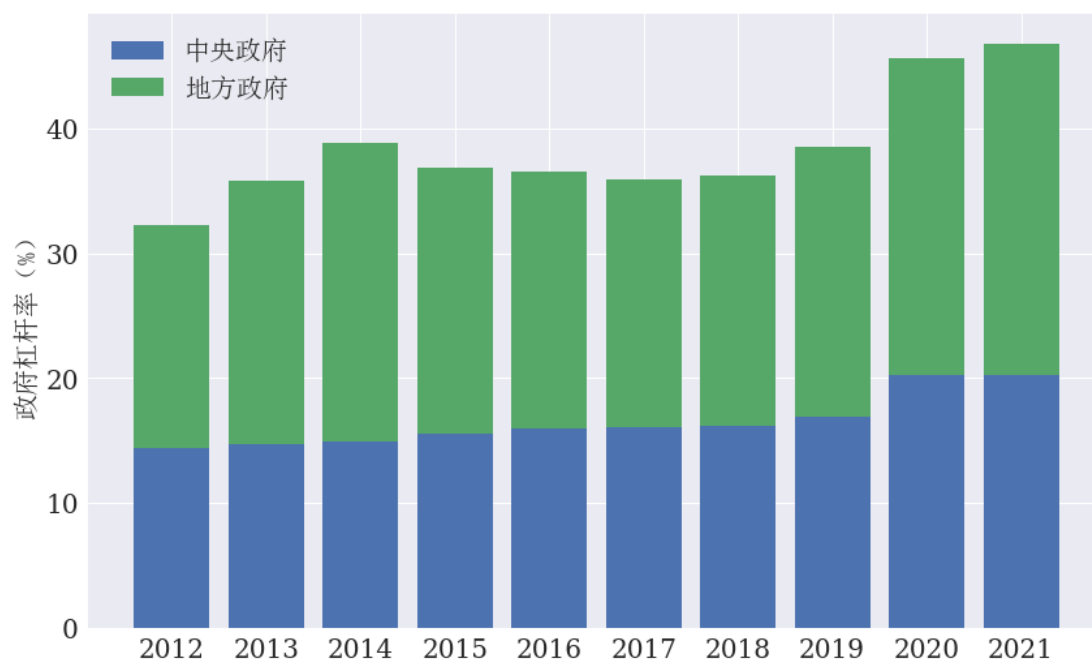


图 19 政府部门杠杆率

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. 新增国债规模低于预期

2021年全年的中央政府预算赤字为2.75万亿元，约占GDP的2.4%；但实际新增国债仅为2.34万亿元，占GDP的2.0%，全年中央政府的新增债务低于预期。2021年的新增额度仍是较大的：2020年之前新增国债限额一般都会低于当年GDP的2%，但2020和2021年这一比例分别为3.7%和2.4%，显示出了为

应对疫情的积极财政立场。但实际新增余额小于新增限额约 4000 亿元左右，中央政府杠杆率增幅低于预期。

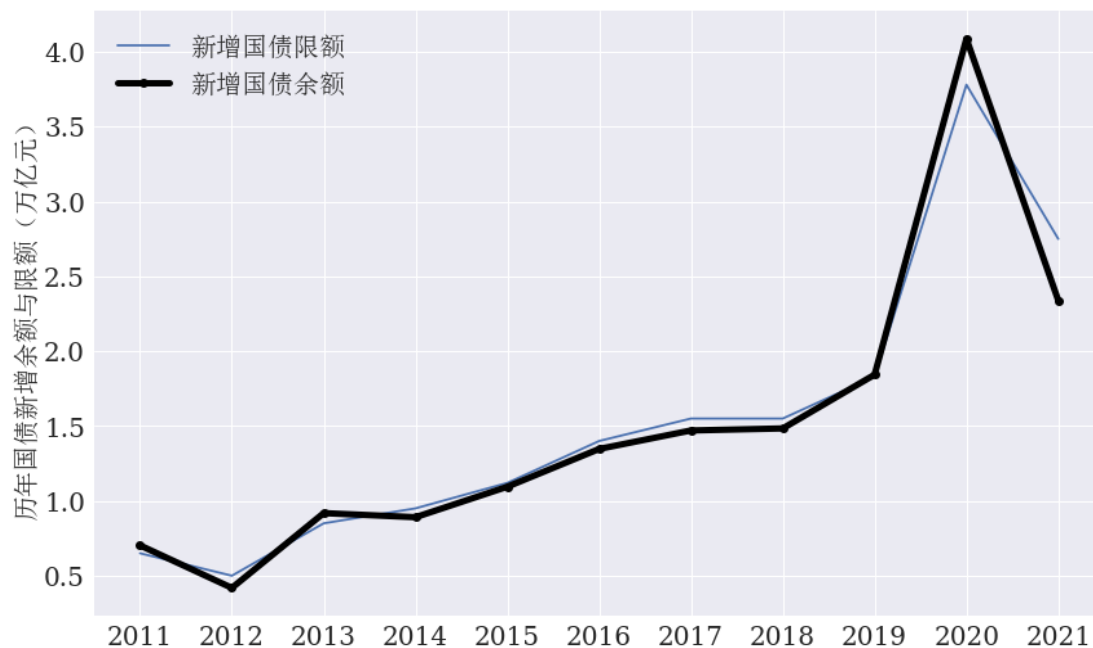


图 20 新增国债限额与实际新增国债余额

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。

新增国债需求低于预期的一个主要原因是中央财政的收支缺口较小。中央政府财政收入全年增长了 10.5%，中央财政本级支出下降了 0.1%。从全年预算来看，中央财政收入与支出的预算规模分别为 8.9 万亿和 3.5 万亿元，相比上一年分别同比增长 8.1%和-0.1%。可见中央财政的盈余较大，且超出了年初预期。中央财政收入超预期增长，降低了中央政府的债务融资需求。

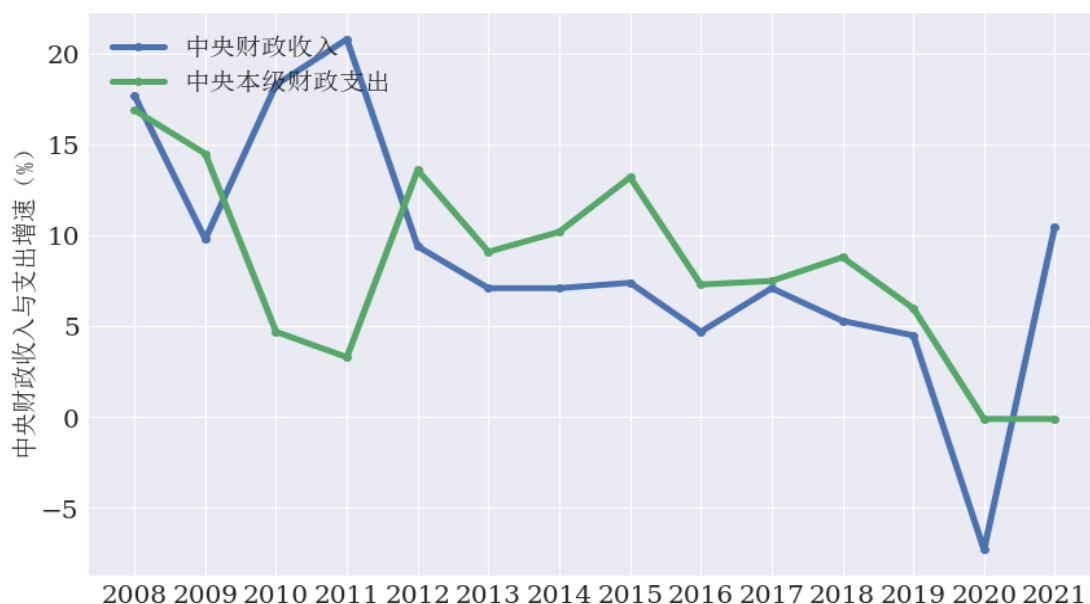


图 21 中央财政收入与支出的同比增速

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。

当前国库现金也相当充裕，同样也降低了对债务融资的需求。2021 年末政府财政存款 5.1 万亿元，占 GDP 的 4.4%；机关事业单位存款 31.2 万亿元，占 GDP 的 27.2%。政府财政存款余额较高，尤其是 2020 年大规模的债务发行也充实了中央财政资金，使得 2021 年新增国债低于预期。

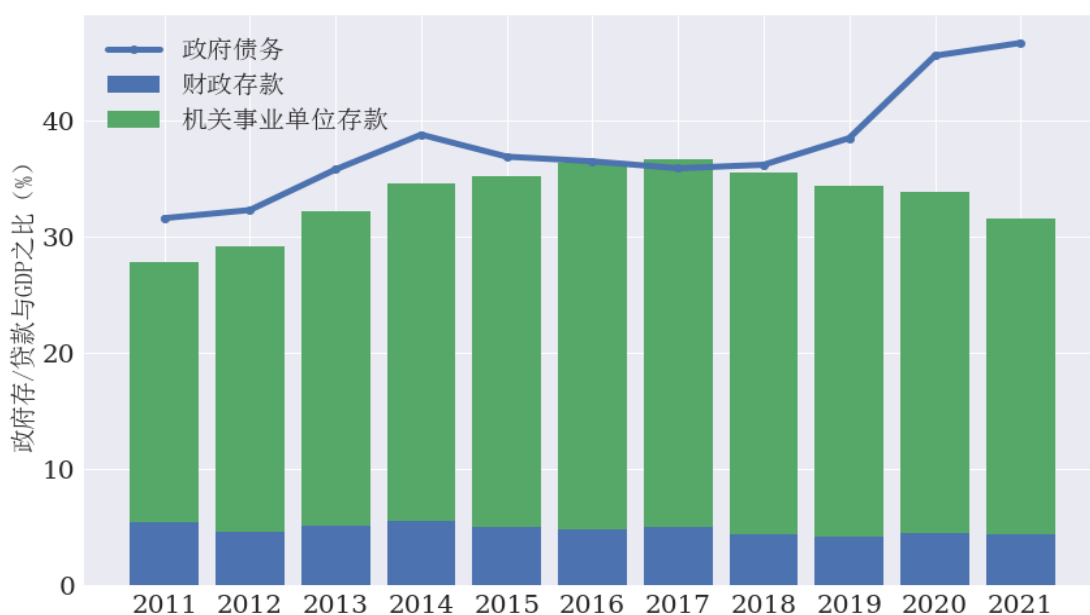


图 22 政府存款与债务

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 地方债增长集中在下半年，基建投资的效果尚未显现

全年新增地方政府债务规模超过预期。2021 年全年地方政府债务限额为 33.3 万亿元，其中一般债务限额 15.1 万亿元，专项债务限额 18.2 万亿元。2021 年末全国地方政府债务余额 30.5 万亿元，在债务限额之内。其中，一般债务 13.8 万亿元，专项债务 16.7 万亿元。但从新增额度来看，全年地方债的新增额度高于新增债务限额。地方政府全年新增限额为 4.47 万亿元，实际余额全年增长了 4.8 万亿元，超过了新增债务限额。

地方专项债主要应用于基建领域的投资。专项债券资金约五成投向交通基础设施、市政和产业园区基础设施领域；约三成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业；约两成投向农林水利、能源、城乡冷链物流等，对带动扩大有效投资、保持经济平稳运行发挥了重要作用。上半年地方政府专项债发行进度极为缓慢，增幅不到 1.2 万亿元，仅完成了全年限额的 32%，下半年尤其是四季度加快了专项债的发行进度，超额完成了全年限额。但由于大部分专项债都集中发行于下半年，债务资金对当年基建投资的拉动作用较小。

2022 年专项债资金的运用将会聚焦到九大方面，包括交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程。这些方向的投资对于稳定基建投资，进而稳定经济增长具有至关重要的意义。

当前情况下，可以继续调整债务结构和政府支出结构，提高预算内赤字率，降低地方专项债比例，提升地方一般债比例，提高中央政府和地方政府预算内的基建投资支出。预算内投资的优势是不必考虑项目未来的经济效益和现金流，从而可以将更多的资源配置到具有长远战略性意义的领域，既能够有效带动当期投资，也有利于长期的经济发展潜力。

3. 地方政府隐性债务持续清理

从理论上说，2015 年新《预算法》实施后，中央政府不再新承认任何地方政府隐性债务，2018 年地方政府债务置换已经完成，之后地方政府也不再存在法律意义上的隐性债务。但事实上，这一问题仍然存在，且又通过 PPP、政府

投资基金、政府购买服务等形式以更为隐蔽的形式呈现。2018年8月，中办又印发了46号文，要求再一次在全国范围内开展隐性债务的摸底统计，并要求继续遏制隐性债务的增长。

2018年之后，地方政府隐性债务增长的势头基本得到控制，地方政府也在积极稳妥地化解隐性债务。各类传统与地方政府隐性债务相关的金融工具规模大幅下降。投向于基础产业的信托余额从2017年末超过3万亿元下降到当前的1.9万亿元。券商资管、基金子公司中投向融资平台及基础产业的规模也在不断下降。另一方面，国务院和财政部坚持强化对地方政府债务监管的力度。国务院办公厅在3月份颁布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中提出了“健全地方政府依法适度举债机制，防范化解地方政府隐性债务风险，防范化解财政运行风险隐患”。广东、上海、北京三地启动“全域无隐性债务试点”，并提出依法依规全面处理隐性债务。长效监管机制的建立，有利于部分地方政府顺利实现隐性债务“清零”，最终全面解决地方隐性债务的风险。

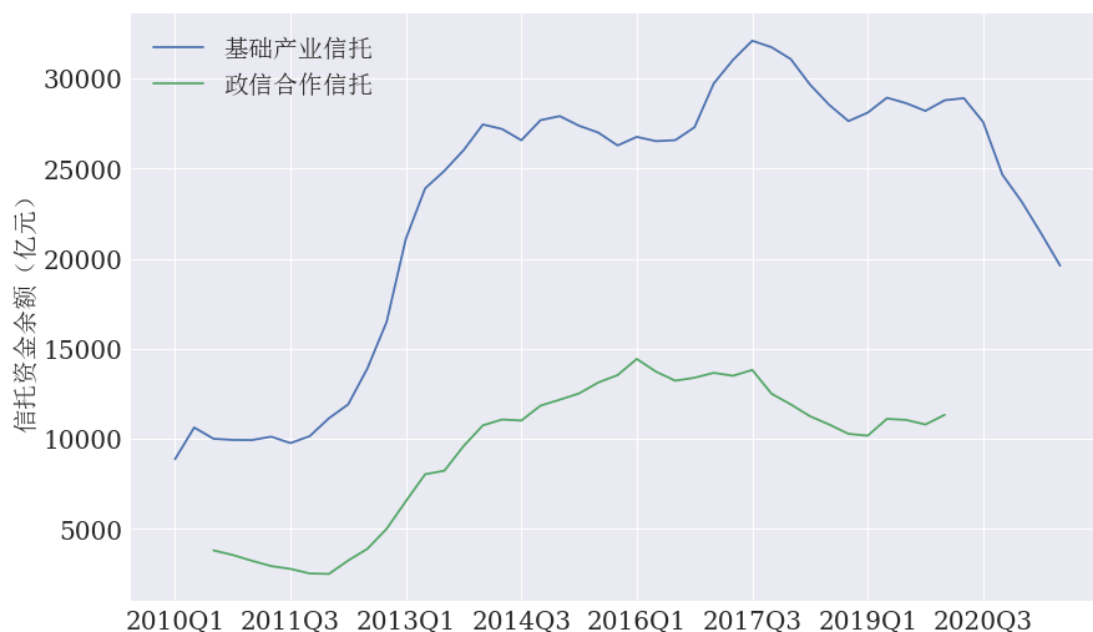


图 23 与政府隐性贷款相关的信托余额

资料来源：中国信托业协会；国家资产负债表研究中心。

(四) 金融部门杠杆率继续下降

2021年，资产方统计的金融杠杆率下降了5.3个百分点，从2020年末的54.2%降至48.9%；负债方统计的金融杠杆率保持不变，维持在62.7%。金融部

部门杠杆率是从银行的角度统计金融机构间同业资产和负债的规模，主要考察的是金融行业内部的信贷链条。资产方大于负债方说明商业银行借出资金规模大于借入资金的规模，是净借出的状态，反映的是非银行金融机构的资金需求更强。2011-2016 年这段时间，影子银行在信贷中起到的作用更大，商业银行资金向影子银行净流出，资产方金融杠杆率显著高于负债方金融杠杆率。2018 年后，执行了严格的资管新规，金融杠杆率下降。由于对金融杠杆的清理也是主要从影子银行规模下降入手的，因此资产方的金融杠杆率回落更厉害。

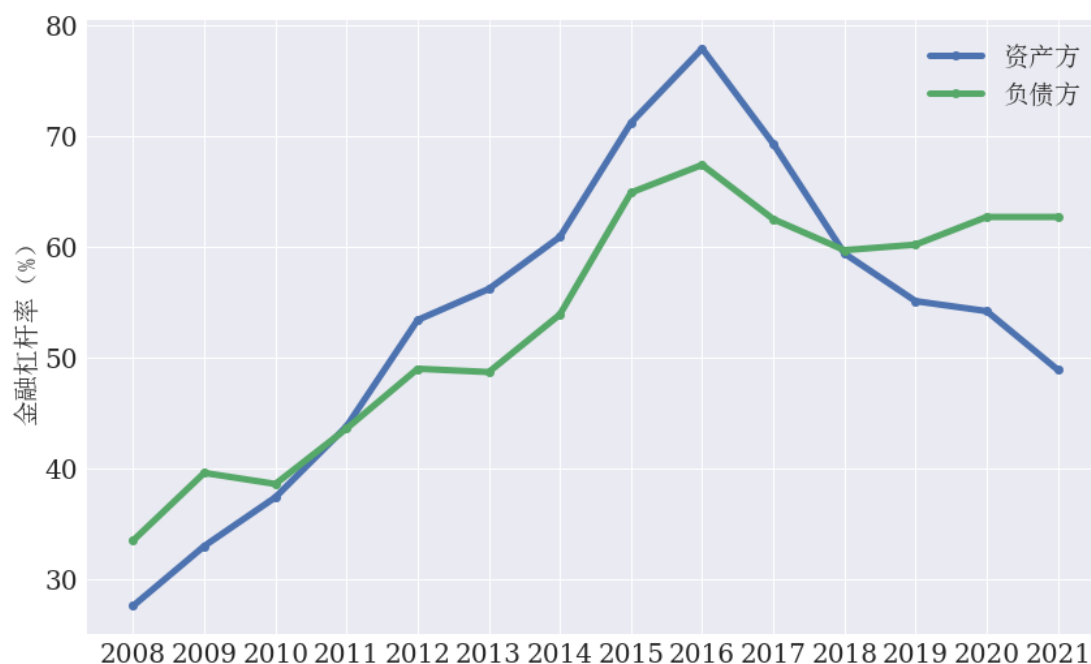


图 24 宽口径金融部门杠杆率

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。

影子银行规模还在持续下降中。2021 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 2.67 万亿元，比上年多减 1.35 万亿元。金融去杠杆以来，影子银行总共压降了 20 多万亿元规模。这部分表外信用的下降主要原因有三：一是资管新规对于银行表外业务施加了较强的监管约束，过去通过影子银行向一些限制性行业提供信贷资金的渠道被堵死。二是央行不断创新信用直达政策工具，促进银行信贷直达，而不必绕道影子银行。三是对地方政府隐性债务的严格限制，不再允许影子银行向地方政府提供隐性贷款。总体上，大量表外融资回归表内，增强了金融体系的稳定性。

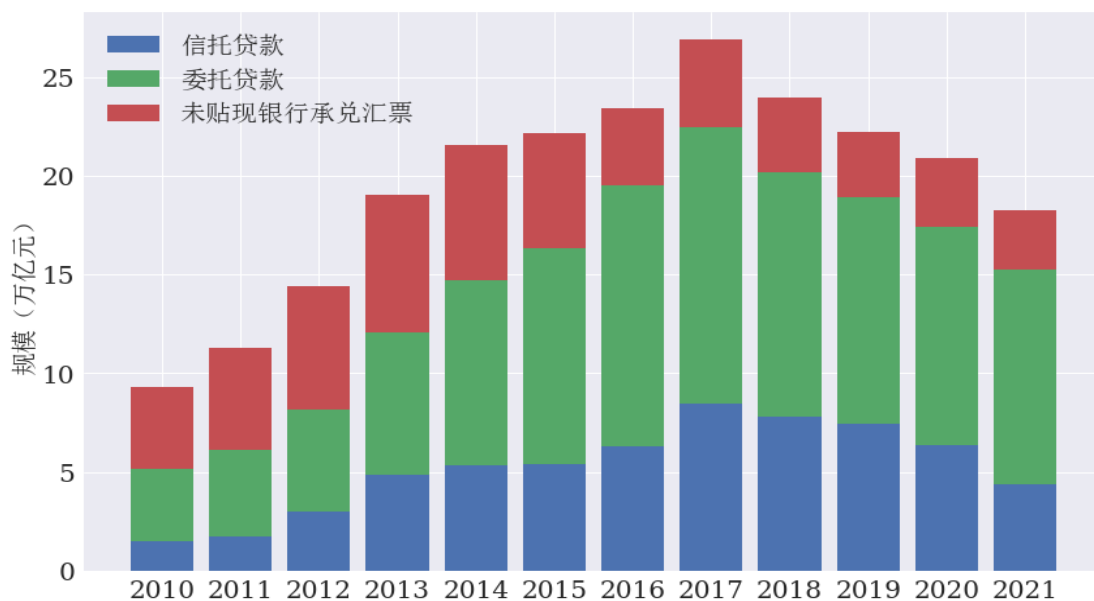


图 25 银行表外信用规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2020 年三季度开始，央行已经从非常规的政策中逐渐退出，银行间回购利率走高，随后维持了一年多的基本稳定，仅在 2021 年一季度出现了轻微的波动。国债收益率和企业债收益率也稳中有降，但信用利差有所上升。整体上看，央行保持了较为稳健的货币政策，更为强调对实体经济的融资支持。

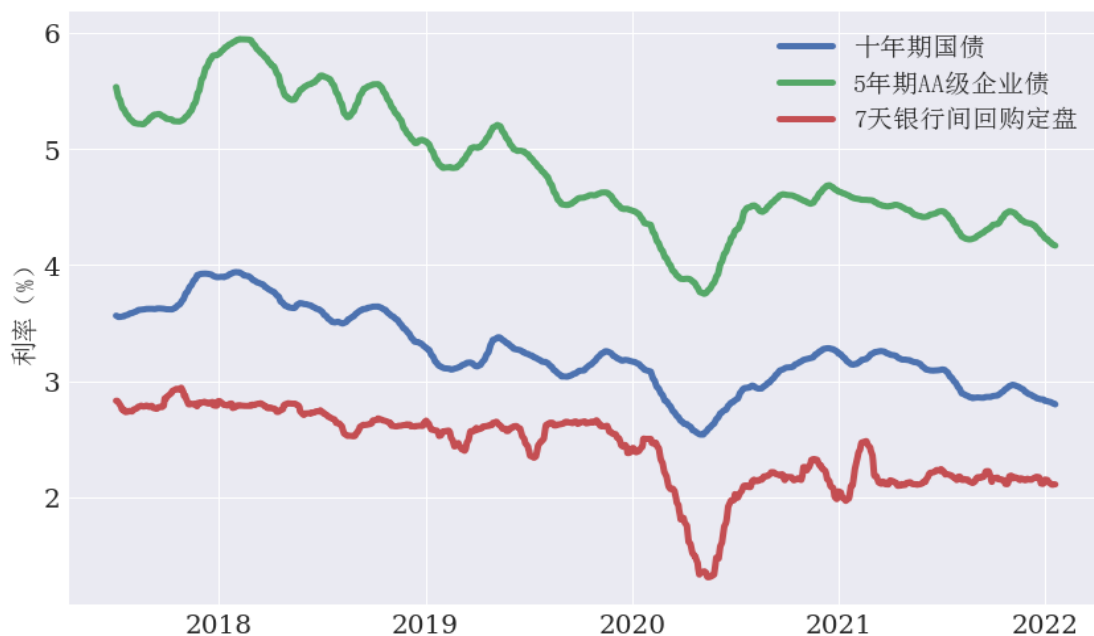


图 26 DR007 和 10 年期国债收益率

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

三、总结与展望

(一) 杠杆率降幅明显为政策扩张留出空间

在 2020 年杠杆率大幅攀升 23.6 个百分点的基础上，2021 年杠杆率全年下降了 6.3 个百分点，相比 2019 年仍有 17.3 个百分点的上升，想恢复到疫情前的水平还需要经历较长一段时间。

2020 年新冠疫情以来，全球主要经济体都经历了一波杠杆率显著攀升的过程。根据国际金融协会（IIF）的数据，截至 2021 年三季度末，美国、英国、日本、德国的宏观杠杆率相比 2019 年末分别上涨了 28.0、20.3、35.3 和 20.4 个百分点，全部发达国家平均上升了 32.0 个百分点，均高于中国在这七个季度中 18.3 个百分点的增幅。其中，中国政府部门杠杆率涨幅远低于其它发达国家水平。截至 2021 年三季度末，美、英、日、德政府部门杠杆率相比 2019 年末分别上涨了 20.9、18.0、18.4 和 11.3 个百分点，全部发达国家平均上升了 18.9 个百分点，中国政府杠杆率仅上升了 7.0 个百分点，远低于其它国家，也低于发展中国家政府杠杆率 10.0 个百分点的平均增幅。

相较于主要发达经济体的“大水漫灌”，我国宏观经济政策相对克制，突出了跨周期调节和稳增长与防风险的动态平衡，这是值得称道的。考虑到“三重压力”下的经济下行风险，此前的克制（2020 年四季度开始，宏观杠杆率就开始逐步下降。这在某种程度上或使经济复苏步伐有所放缓），也为未来的政策扩张留出了空间。

(二) 稳中求进对宏观杠杆率提出要求

虽然 2021 年去杠杆取得了较好的成绩，但随着三重压力的加大，未来一段时间的工作重点在于稳定经济增长。当前消费和投资的动力都较弱，对外出口高增长也较难持续。企业部门已经出现了主动去杠杆迹象，虽然仍能够获得较高的收入和利润增长，但投资和融资的需求意愿都较低。恢复市场需求、减弱供给冲击、提振市场主体信心是当务之急。为此，中央经济工作会议强调要“稳字当头、稳中求进”。这对于宏观杠杆率而言，则意味着要着力于以下几个方面：

其一，居民部门仍然是稳定经济增长的重要力量。对居民的信贷支持应着力于普惠金融发展，满足居民必要的消费信贷，继续发展个人经营性贷款。目前小微企业及个体工商户中有很大部分资金是通过个人经营性贷款所得到满足的，金融部门主动让利，降低这部分普惠金融的贷款成本有利于激发市场主体的活力，稳定就业。

其二，非金融企业部门重点在于提高债务的效率，培育新动能。我国企业部门杠杆率在全球主要国家中仍然是最高的水平，再继续加杠杆的空间已经很小。我们要做的并不是再对企业进行低效的过度借债来刺激经济增长，而是转换企业的债务结构，将更多的信贷资源配置到经济效率更高的企业及创新驱动发展的行业中去，重点支持先进制造业和现代服务业。非金融企业部门债务中的一部分比例是地方政府融资平台，是特殊时期的产物。要严格剥离这些平台所承担的地方政府隐性债务，将财政还于财政，让市场回归市场。要把融资平台转型为主业清晰的地方国有企业，彻底剥离为地方政府融资的职能。同时要继续降低融资利率，降低企业的财务成本，提振企业的信心。

其三，政府部门则要主动出击，更为积极。在继续清理地方政府隐性债务的同时，仍要适度扩张财政赤字，用一般债代替专项债，从而增加地方政府在基建投资方面的支出。2017年之前，基建投资增速基本维持在20%左右，但近年来这一增速大幅放缓。而大量基建投资并没有可直接预期的盈利收入和现金流，只能靠公共财政资金的投入。集中全社会力量增加资本积累，将资源配置到具有长期战略性的领域是我国社会主义国家的制度优势，在当前我国经济赶超的战略机遇期更应牢牢把握住这个优势。用公共支出带动民间资本的投入，继续加强基础设施建设，有利于直接增加总需求，带动当期的经济增长；同时更增加了全社会的总资本存量，为长期的经济增长稳定做出贡献。

（三）宏观杠杆率或将步入上行周期

2021年经济增长最为困难的时期是三季度，煤价上涨、拉闸限电、政府债务发行受限等一系列因素拖累了经济增长。这些因素在四季度已经有所缓解，GDP环比增速恢复到1.6%。预计2022年仍将持续这一经济恢复的趋势，企业投资增速也将提升。央行货币政策已经开始放松，2021年12月和2022年1月两次下调了MLF利率，LPR利率也随之下行。我们预计2022年名义经济增速

和债务增速都较高，名义经济增速从 12.8% 回落至 10% 左右，债务增速从 10% 上升至 12% 左右，宏观杠杆率由当前的 263.8% 上升至 269% 左右，全年上升 5 个百分点。

未来看，经济下行压力较大，原因有三：一是疫情仍为最大的不确定性因素，影响经济复苏；二是全球格局加速演化，中美竞争加剧，产业链供应链安全考量等影响，使得外部制约因素凸显；三是国内面临结构转型、人口老龄化、共同富裕和双碳目标，以及“三重压力”。这种情况下，一方面，政策聚焦稳增长，作为分子的债务增速会上升；另一方面，从十四五甚至更长一个时期来看，增速换挡仍会持续。分子分母的一增一减，杠杆率将会上升。从这个意义上，我们认为，我国宏观杠杆率或将步入上行周期，而影响杠杆率走势的关键因素无疑是经济增长（即分母因素）。

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。