



**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、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。

# 资产负债表衰退还是资产负债表修复？

——2023 年二季度中国杠杆率报告

## 摘要

- 2023 年二季度的宏观杠杆率从一季度末的 281.8% 上升至 283.9%，上升了 2.1 个百分点，上半年共上升了 10.8 个百分点。债务的同比增速仅为 9.3%，处于 2000 年以来的低点。但 GDP 以更快的速度下滑，导致宏观杠杆率继续上升。预计全年宏观杠杆率上升 11 个百分点以上，三季度继续上升，四季度微弱下降。
- 居民杠杆率上升幅度最小，提高了 0.2 个百分点，住房贷款同比转负。非金融企业杠杆率小幅上升，提高了 0.8 个百分点。企业融资意愿不足，投资增速继续下降。政府杠杆率升幅较大，提高了 1.1 个百分点，财政发力效果有限。
- 面对“非典型”的资产负债表衰退风险，中央政府一方面要扩张资产负债表特别是加大发债力度，另一方面是较大幅度降息，减少巨额存量债务的利息支付。根据当前实体经济部门的债务存量，降息 1 个百分点，就能减少利息支付近 4 万亿元，相当于扩大了 3 个多点的赤字率，提振经济作用非常显著。

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

机构投资者的资产管理

## 目 录

一、总判断：债务增速放缓，但宏观杠杆率继续上升 .....	1
二、分部门杠杆率分析 .....	4
（一）房贷负增长，居民杠杆率微幅上升 .....	4
（二）非金融企业杠杆率继续略有上升 .....	9
（三）政府部门杠杆率升幅最大，但仍低于预期 .....	16
（四）金融杠杆率继续回升 .....	18
三、资产负债表衰退还是资产负债表修复? .....	19

## 一、总判断：债务增速放缓，但宏观杠杆率继续上升

我们测算 2023 年二季度宏观杠杆率上升 2.1 个百分点，从一季度末的 281.8% 上升至 283.9%。其中，居民部门杠杆率上升了 0.2 个百分点，从一季度的 63.3% 升至 63.5%；非金融企业部门杠杆率上升了 0.8 个百分点，从一季度末的 167.0% 上升至 167.8%；政府部门杠杆率上升了 1.1 个百分点，从一季度末的 51.5% 增长至 52.6%。M2/GDP 也上升了 2.1 个百分点，从一季度末的 230.0% 升至 232.1%；社融存量/GDP 上升了 1.8 个百分点，从一季度末的 293.4% 升至 295.2%。

从上半年两个季度的情况来看，宏观杠杆率已经上升了 10.8 个百分点，其中，非金融企业部门上升了 6.9 个百分点，政府部门上升了 2.3 个百分点（主要是地方政府杠杆率上升的贡献，地方政府杠杆率上半年共上升 2.2 个百分点），居民部门上升了 1.6 个百分点。

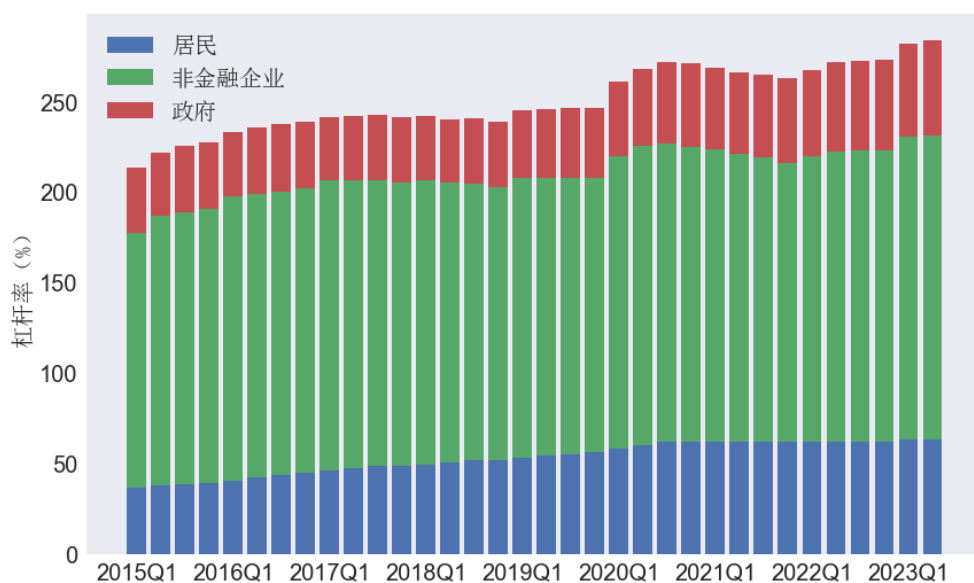


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

实体经济债务增速放缓是宏观杠杆率升幅有所下降的主要原因。我们估算的二季度末实体经济债务存量达到 351.5 万亿元，同比增长了 9.3%，而一季度债务的同比增速是 10.1%。债务增速下降，使得宏观杠杆率的增幅也有所下降。除了总债务增速外，广义货币增速和社融存量规模增速也都有所下降。广义货币增速从一季度末的 12.7% 下降到二季度末的 11.3%，社融存量增速从一季度末的

10.3%下降到二季度末的 9.3%。私人部门对未来经济增长的预期不足，居民和企业部门主动进行资产负债表修复，融资需求受限，导致债务、货币和社融的增速都有所下降，宏观杠杆率上升幅度放缓。

虽然债务增速下降，但经济下行的压力更大，导致宏观杠杆率仍然处于上升的趋势中。二季度实际 GDP 同比增长了 6.3%，名义 GDP 仅同比增长了 4.8%。名义 GDP 超预期下行导致与宏观杠杆率和债务率相关的指标都更为恶化。当前宏观经济运行在潜在增速之下，6 月份城镇调查失业率为 5.2%，16-24 岁人口的青年失业率升至 21.3%。失业高企是有效需求不足的集中体现。目前宏观经济在短期和长期都面临着困境，短期的困境是有效需求不足，经济增速无法达到潜在增速，长期困境是人口负增长等供给侧的约束。这导致宏观杠杆率上升的压力仍会持续较长一段时间。

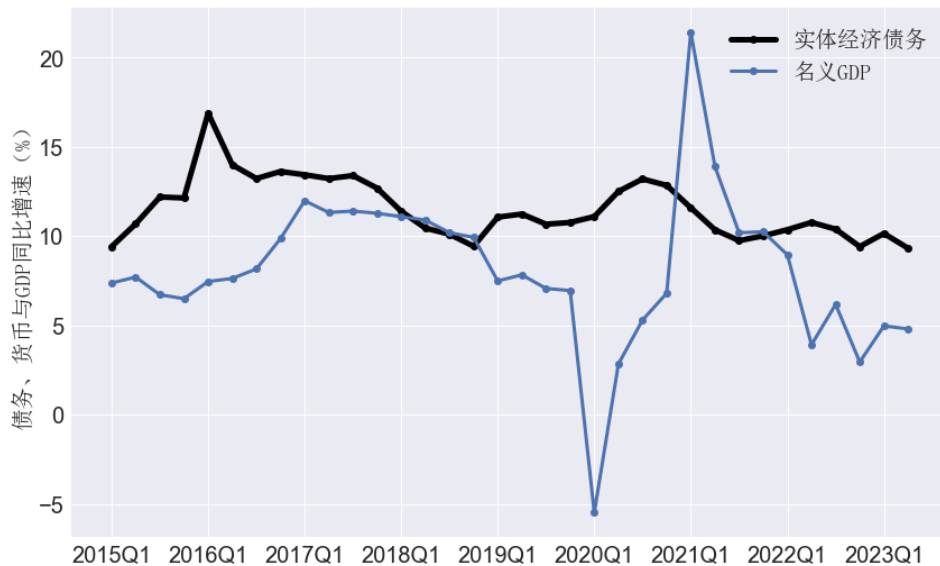


图 2 债务与 GDP 同比增速

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压力也是较大的。第二季度的 CPI 和 PPI 指数同比增速均值进一步下降至 0.1%和-4.5%，且从月度趋势来看仍处于下降态势中。第二季度的 GDP 缩减指数由正转负，从一季度的 0.5%下降到-1.5%。上一次 GDP 缩减指数低于-1%还是在 2009 年三季度的时候。在通胀压力非常小且经济增长压力较大情况下，宏观调控政策应该有非常大的操作空间，采用更大力度的逆周期调节政策，在较低利率的环境下扩大财政支出。

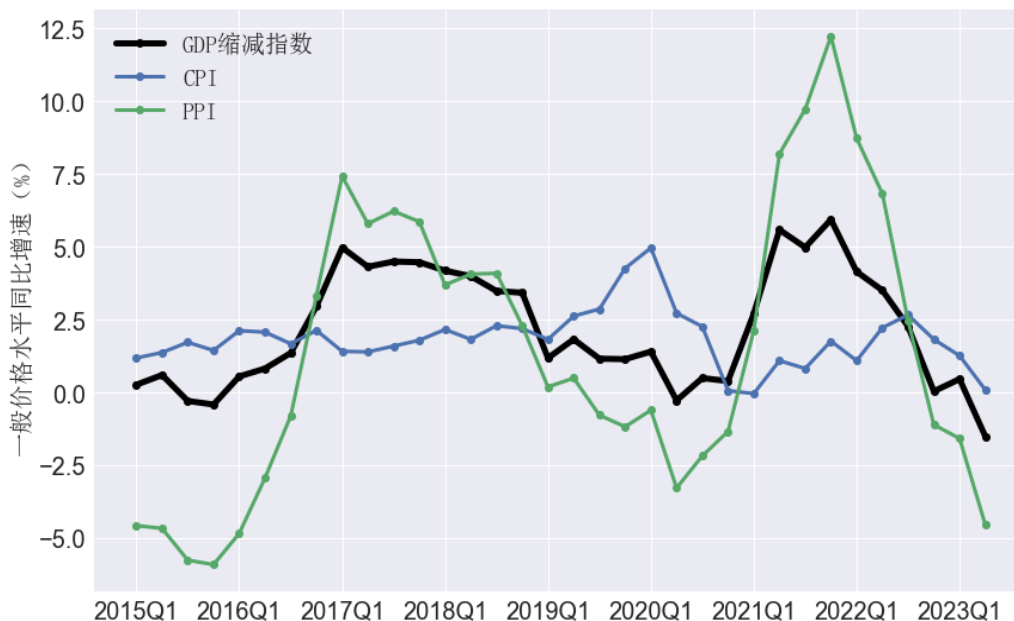


图3 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

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，二季度杠杆率上升幅度最大的是政府部门，上升了 1.1 个百分点，非金融企业部门上升了 0.8 个百分点，居民部门仅上升了 0.2 个百分点。从整个上半年情况来看，非金融企业上升幅度最大，上升了 6.9 个百分点，政府部门上升了 2.3 个百分点，居民部门上升了 1.6 个百分点。一季度非金融企业债务增速相对较高，受当时货币政策宽松以及经济短暂复苏的影响。但到了二季度，经济增长不达预期，尤其是对未来经济增长的预期并不理想，企业加杠杆的动力下降。而居民部门的债务增速也仍然保持在相对较低的位置，私人部门杠杆率增长有限。二季度末的居民债务和非金融企业债务增速分别为 7.2%和 9.6%，考虑到企业债务去年较低的基数，二者的债务增速都非常低。货币政策放松的力度不小，但效果有限。

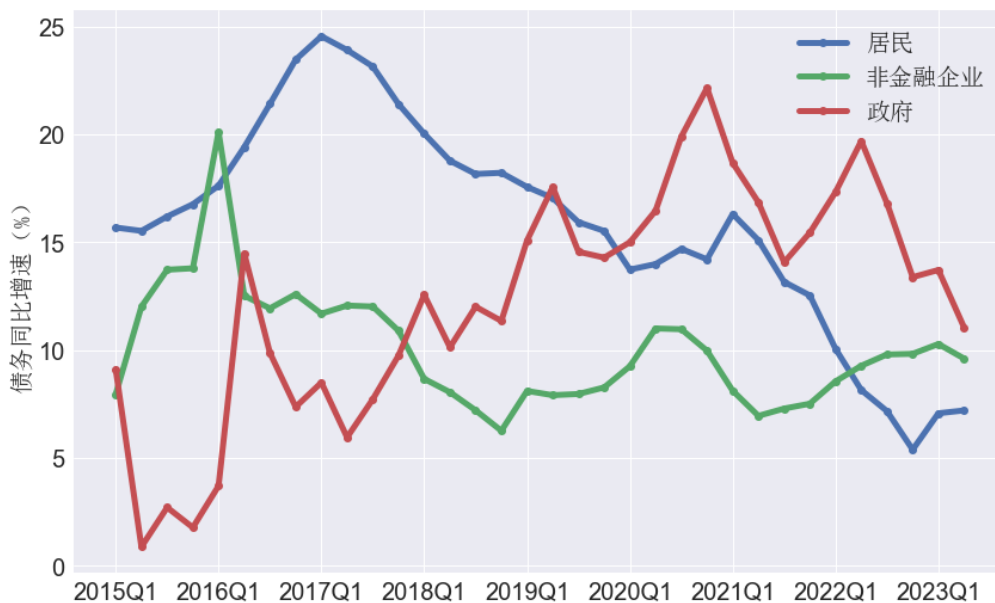


图 4 各部门债务同比增速

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体现出“前高后稳”的态势，大部分涨幅都是在上半年完成的。我们判断这一特征也将是 2023 年的主要特征。在一季度报告中，我们预计二季度的宏观杠杆率将上升 2-3 个百分点，实际上升了 2.1 个百分点，基本符合预期。上半年宏观杠杆率共上升了 10.8 个百分点。我们在一季度报告中曾预计下半年宏观杠杆率会有所下降，但基于经济增长不达预期，尤其是一般物价水平（GDP 缩减指数）已经由正转负，我们预计下半年宏观杠杆率仍将继续上升，全年上升幅度超过 11 个百分点。预计三季度将继续上升 2-2.5 个百分点，四季度杠杆率将有所下降，回落 2 个百分点左右。

## 二、分部门杠杆率分析

### （一）房贷负增长，居民杠杆率微幅上升

2023 年二季度居民部门杠杆率上升了 0.2 个百分点，从一季度的 63.3% 上升至 63.5%；上半年居民杠杆率共上升了 1.6 个百分点。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，但二季度又趋于平稳。房地产交易量下降是居民债务增速较低的直接原因。一季度的地产交易出现了短暂的复苏，但二季度再度掉头向下。居民部门住房投资意愿不足，降低了通过房贷加杠杆的行为。居民消费和投资的有效



需求都下降，储蓄率相应较高，在短期内有利于改善居民资产负债表。但有效需求不足带来的经济增速下滑进一步导致房价下跌，也会反过来损害居民资产负债表。

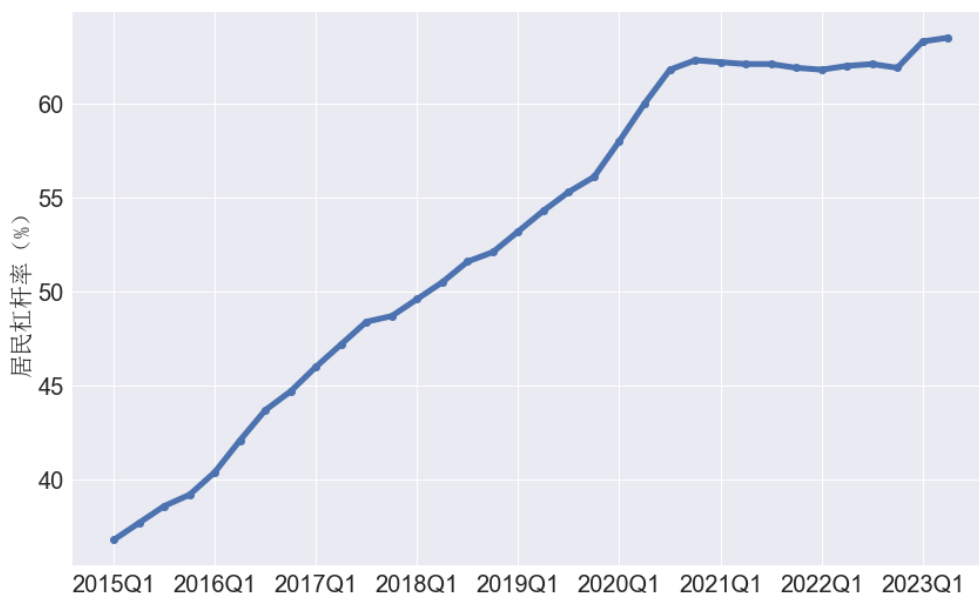


图 5 居民部门杠杆率

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. 房贷负增长，居民债务增速下降

今年一季度居民住房贷款同比增速下降到 0.3%，根据我们的估算，二季度居民住房贷款增速已由正转负，下降到-0.1%。住房贷款增速下降导致居民部门的杠杆率基本平稳。我们估算的二季度居民消费性贷款（除住房外）的增速提高到 11.1%，经营性贷款增速提高到 19.5%。经营性贷款是近年来居民加杠杆的主要方式，经营贷在居民全部贷款中的占比已经由 2019 年末的 20.5% 上升至当前的 27%。

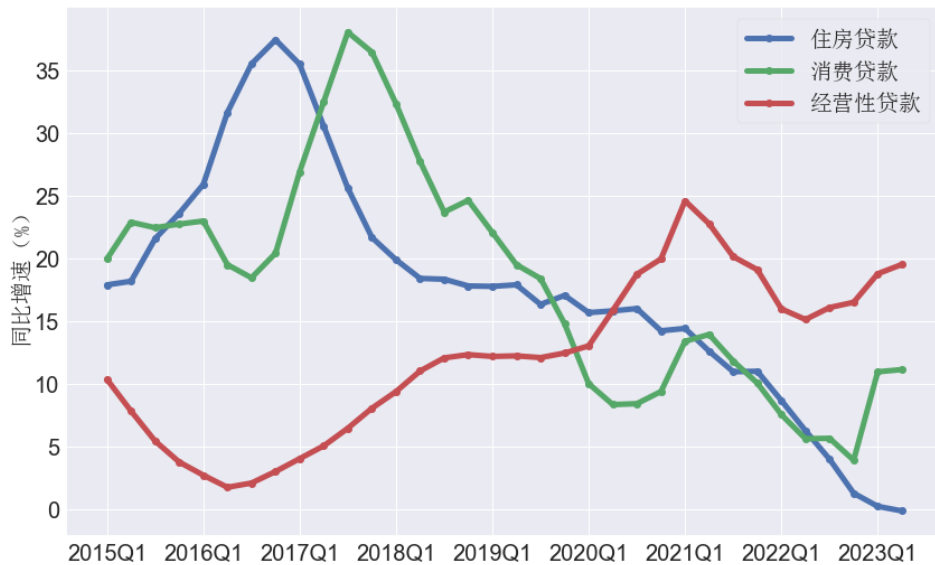


图6 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二季度房地产市场交易仍然较为低迷，是居民部门债务上升缓慢的主要原因。二季度十大城市的商品房成交套数为 17.1 万套，低于去年同期水平，也是 2016 年以来二季度成交套数的最低点。虽然一季度商品房交易的同比增速转为正数，但二季度出现了超预期的下跌。居民的住房交易需求放缓，一线城市的房价也相较一季度有所下降。百城房价中的一线城市住宅平均价格从一季度末的 43608 元/平方米下降到 43573 元/平方米。二线和三线城市的住宅平均价格也相对一季度末出现了环比下降。

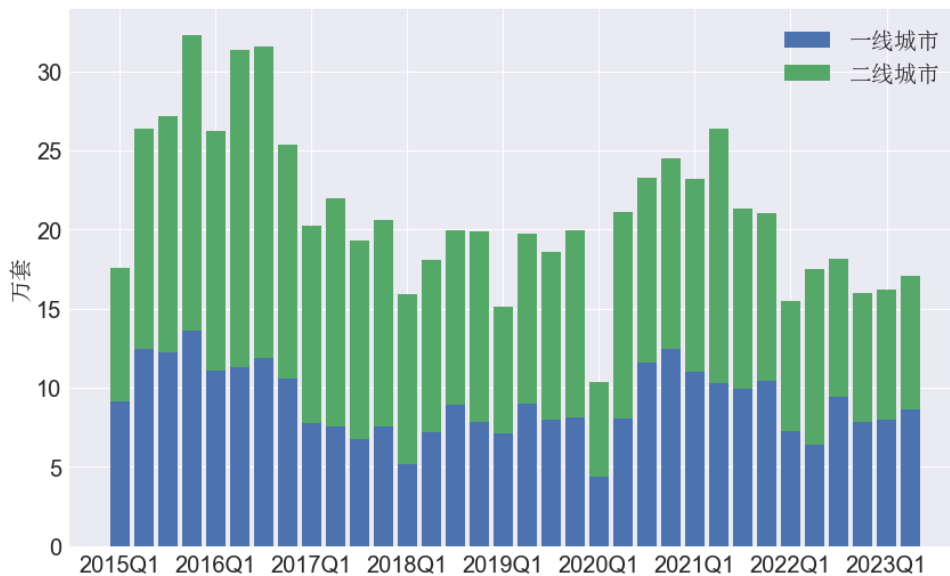


图7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

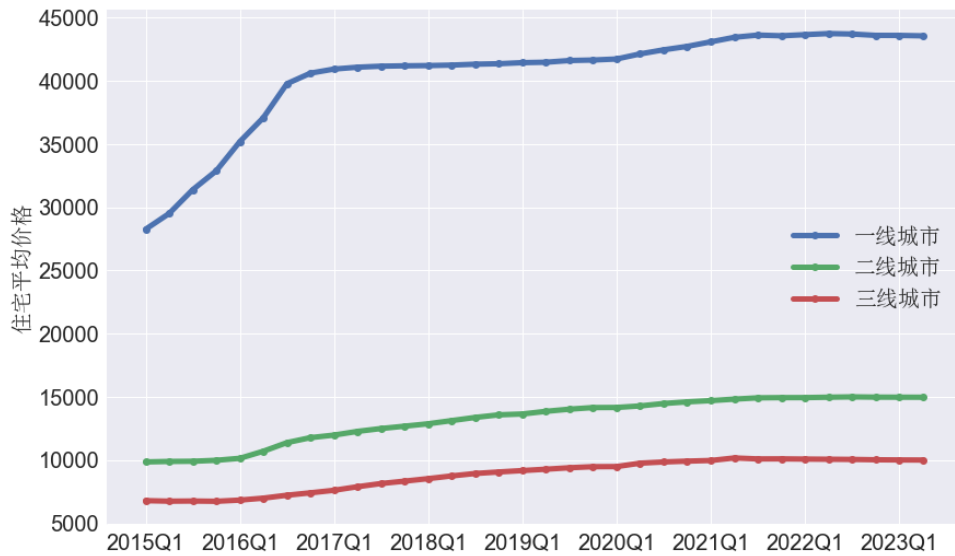


图 8 百城住宅平均价格 (元)

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

## 2. 居民消费领先于居民收入的增长，并不存在“超额储蓄”

今年上半年的全国居民人均可支配收入达到 19672 元，相比去年同期增长了 6.5%，人均收入增速高于名义 GDP 增速（上半年的名义 GDP 增速为 5.1%）。这里采用的全国居民可支配收入并非国民收入核算数据，而是由国家统计局对城乡居民的调查数据进行推算，与国民收入核算数据并不完全一致。

在国民经济核算的恒等式中，名义 GDP 与名义国民可支配收入基本是一致的，而名义国民可支配收入又可以分解为居民可支配收入、政府可支配收入和企业部门的可支配收入（也就是企业部门的留存收益）。假设根据统计局调查数据得出的上半年居民可支配收入与国民经济核算中的居民可支配收入的增速基本一致，则可以推断出二季度政府可支配收入与企业部门留存收益的增速更低。根据往年一般情况下，居民可支配收入在总可支配收入中占比为 60%左右。如果总可支配收入同比增长 5.1%（上半年名义 GDP 的增速），而居民可支配收入同比增长 6.5%，则政府和企业部门的可支配收入加总仅同比增长 3.0%。因此，我们推断统计局的城乡调查数据可能会高估了一部分居民可支配收入的同比增速，同时政府和企业的可支配收入也的确承受了较大的压力。

今年上半年的全国居民人均消费支出达到 12739 元，相比去年同期增长了 8.4%。这一数据较为可靠，因为上半年社会消费品零售总额的增速也达到了 8.2%，其中城镇增长了 8.1%，农村增长了 8.4%。由此推断，即使不考虑上半年居民可

支配收入的高估，居民的消费增速也是远超居民可支配收入的增速。居民部门并没有所谓“超额储蓄”的特征，居民消费低迷的主要原因还是居民收入上升缓慢，而居民收入上升缓慢则主要是因为名义 GDP 上升缓慢。

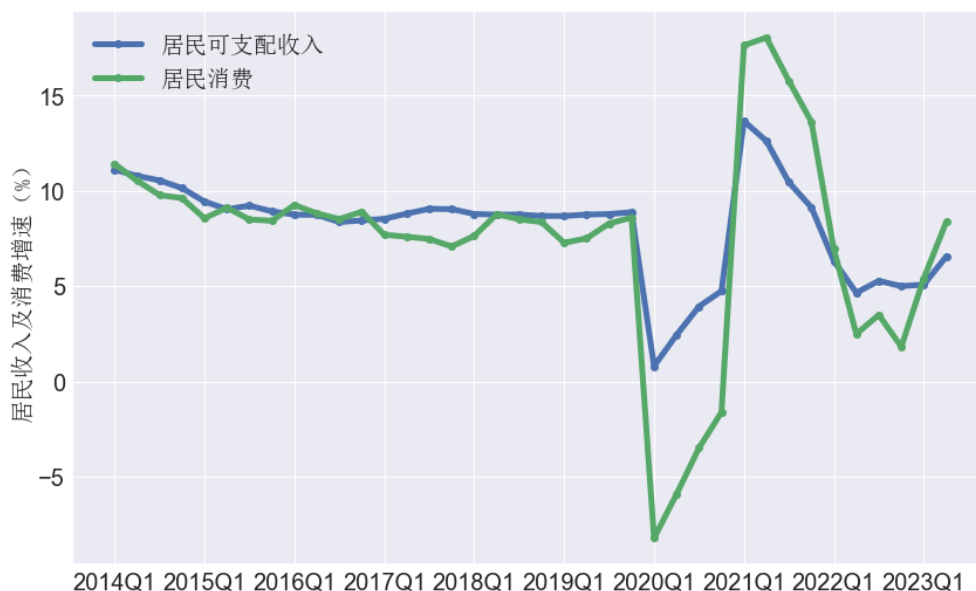


图9 居民可支配收入与消费支出增速

资料来源：Wind；国家资产负债表研究中心。

二季度末居民部门的存款规模达到 133.1 万亿元，相比一季度末增长了 2 万亿元，上半年共增长了 12 万亿元。2022 年居民存款共增长了 17.9 万亿元，其中上半年增长了 10.4 万亿元，下半年增长了 7.5 万亿元。预计 2023 年居民部门的存款增长幅度与 2022 年的增长幅度基本持平，居民存款仍将以较快的速度增长。在前几期报告中，我们已经说明了居民存款增长的直接原因就是全社会融资规模的上涨以及金融去杠杆暂告结束，而并不是居民部门所谓“超额储蓄”。

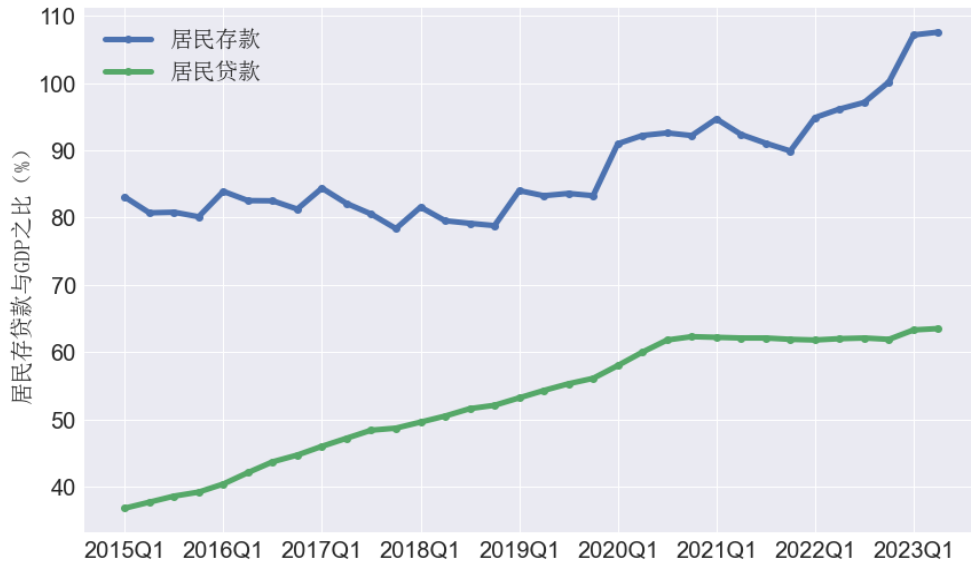


图 10 居民部门存贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

## (二) 非金融企业杠杆率继续略有上升

2023 年二季度，非金融企业杠杆率从一季度末的 167.0% 升至 167.8%，上升了 0.8 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，二季度的涨幅再次下降。企业部门的融资需求不足，一季度的大幅上涨主要是银行流动性宽松的暂时结果，且货币宽松并未有效传导至企业投资的上升。到二季度，企业的融资增速再度下降。在企业部门恢复投资信心之前，非金融企业的融资增速很难有较大增长。

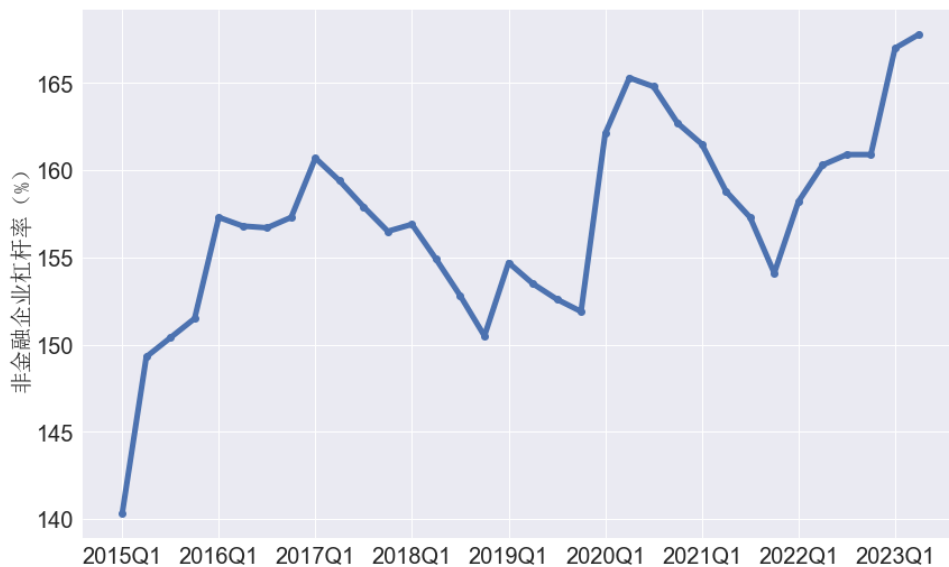


图 11 非金融企业部门杠杆率

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. 流动性环境宽松，资金供给宽裕

企业贷款利率和房贷利率仍然呈现出下降的态势。今年一季度企业贷款平均利率下降到 3.95%，房贷平均利率下降到 4.14%。我们对比 2020 年二季度到 2023 年一季度的变化，企业贷款利率共下降了 69 个基点，房贷利率共下降了 128 个基点，全社会平均利率下降了 72 个基点。6 月份，央行再次调降了中期借贷便利利率 10 个基点，贷款市场报价利率（LPR）也随之下降。当前，1 年期 LPR 下调 10 个基点至 3.55%；5 年期以上 LPR 下调 10 个基点至 4.2%。

2022 年 11 月中国人民银行和银保监会出台了《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，从 2023 年 1 月开始正式实施。新规加强了对银行票据冲量的限制，导致票据融资利率大幅走高。进入二季度，由于实体融资下滑，票据利率有所回落。

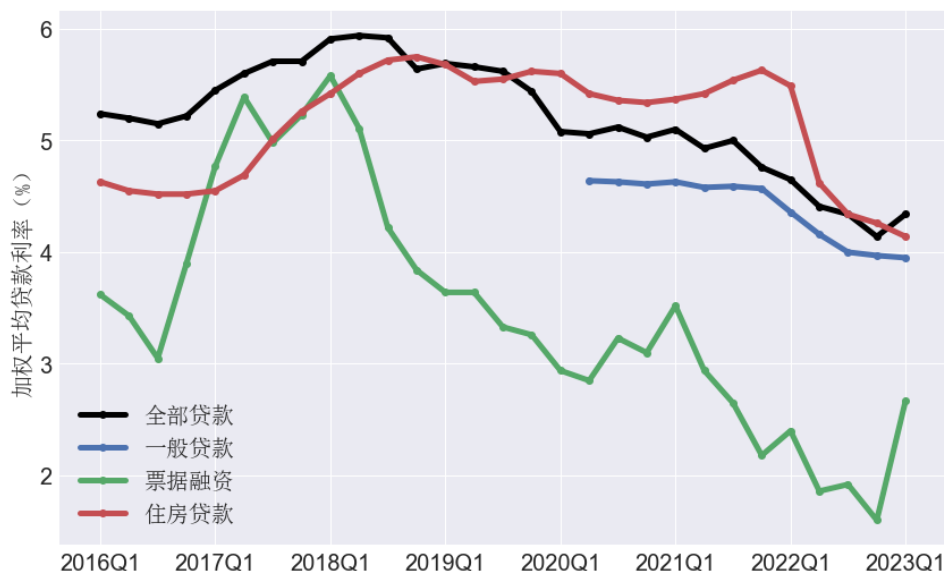


图 12 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二季度以来，央行的公开市场操作形成的货币净投放量已经减少，但银行间的资金利率依然在下降，这反映了企业部门的融资需求不足。企业的投融资需求不振、信用扩张受限，大量资金仍然淤积在银行间市场，导致银行间市场利率下降，银行对同业存款的配置需求也增加。流动性充裕最为直接的表现是资金利率持续低于短期政策利率。5 月资金利率 DR007 中枢持续低于短期政策利率，DR007 利率中枢始终在 1.8-1.9% 左右波动，连续一个月低于 7 天逆回购的政策利率。同业存单利率在二季度也持续下行，与 1 年期 MLF 利率差距拉大，5 月

同业存单利率震荡下行至 2.4%，6 月 1 年期同业存单平均发行利率约为 2.33%，比 6 月 MLF 利率低 32 个基点。

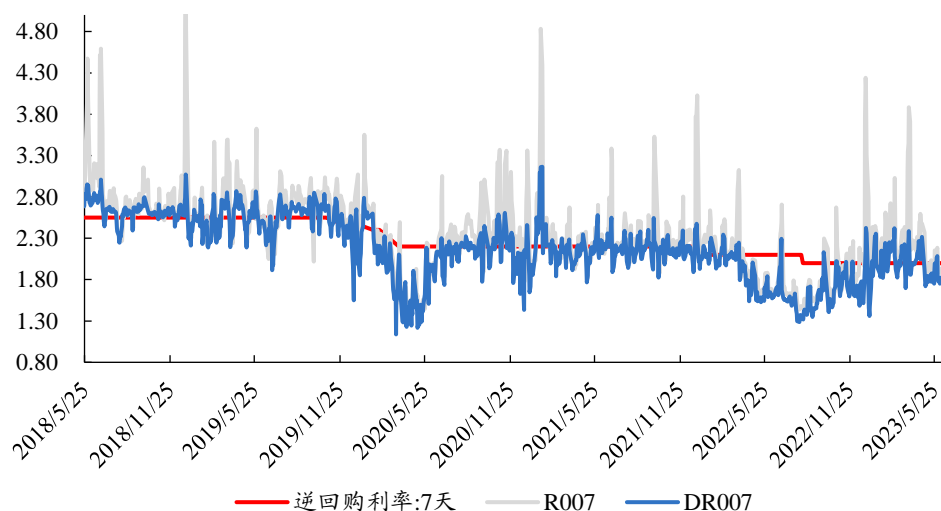


图 13 银行间利率走势 (%)

数据来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

虽然流动性非常宽松，但企业部门债务增速仍有所下降。2023 年二季度，企业部门的债务同比增长了 9.6%，相比一季度的增速有所下降。其中企业贷款同比上升了 13.5%，相对较高；而企业债券融资规模同比下降了 0.4%。在经济增长下行压力较大，且之前几年企业债券出现较多违约的环境下，民营企业债券发行非常困难。对地方政府隐性债务的持续监管以及部分地区城投平台出现技术性或摩擦性违约事件，也使得金融机构对城投债的投资更为谨慎，一些地区的新增城投债发行也出现困难。这些因素都导致企业债券融资的同比增长转为负数。而银行贷款则受银行流动性宽松的影响较大，在过去两年中基本保持增速上升的态势。企业部门的贷款融资和债券融资走势出现分化，企业的新增融资更多以贷款形式完成。

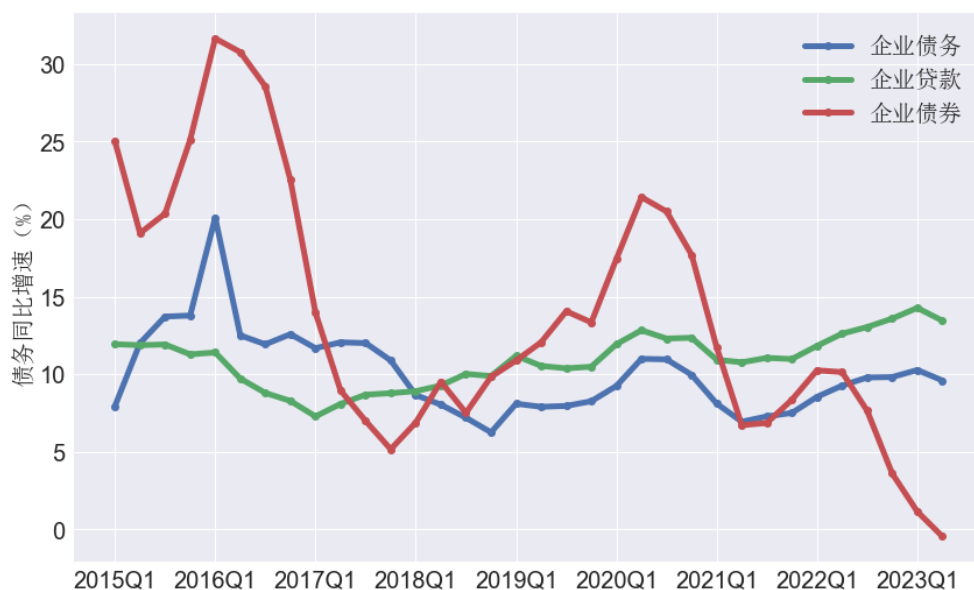


图 14 非金融企业债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

企业贷款结构也在继续调整。票据融资的同比增速由正转负，同比下降了 0.4%。长期贷款和短期贷款分别同比增长了 17.9%和 9.1%。票据融资增速转为负数主要受今年实施的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》的影响，商业银行不再用票据冲贷款总量，企业贷款结构也更为优化。

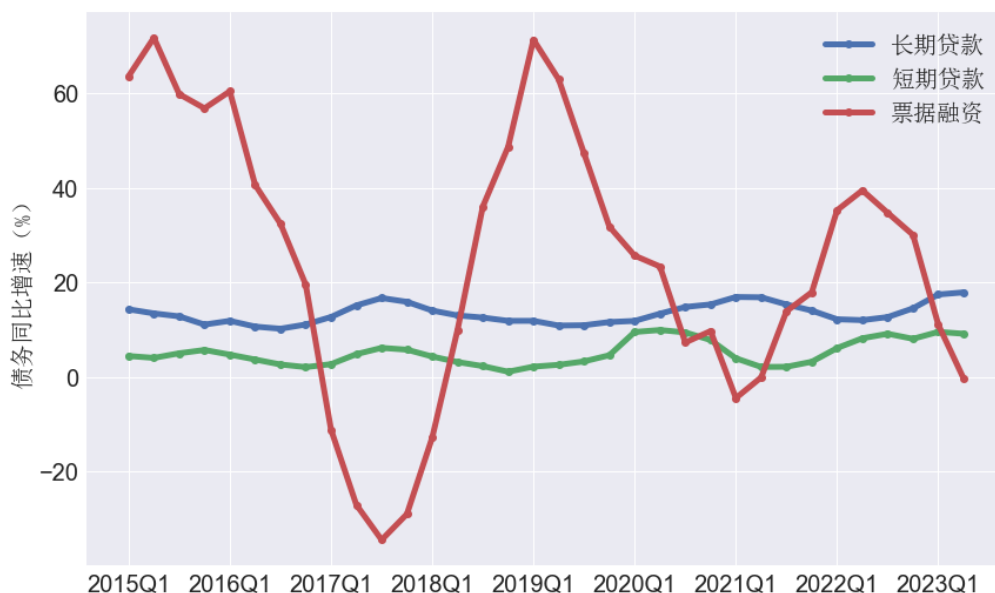


图 15 非金融企业各类贷款同比增速

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。



2023 年二季度企业的表外融资环比再次有所下降。相较于一季度末，信托贷款上升了 300 亿元，委托贷款保持不变，未贴现银行承兑汇票下降了 3800 亿元，三者加总共下降了 3500 亿元。我们在之前的报告中判断金融去杠杆暂时告一段落，企业的表外融资也连续 5 个季度基本保持稳定。与 2021 年末三者加总的水平相比，6 个季度仅下降了 4000 亿元。受到信贷环境较为宽松的影响，这三类表外贷款的加总也不会继续下降。但由于企业的融资需求有限，企业表外融资的增长幅度也不会太大。我们判断未来非金融企业的这三类表外融资可能会呈现稳中有升的态势。

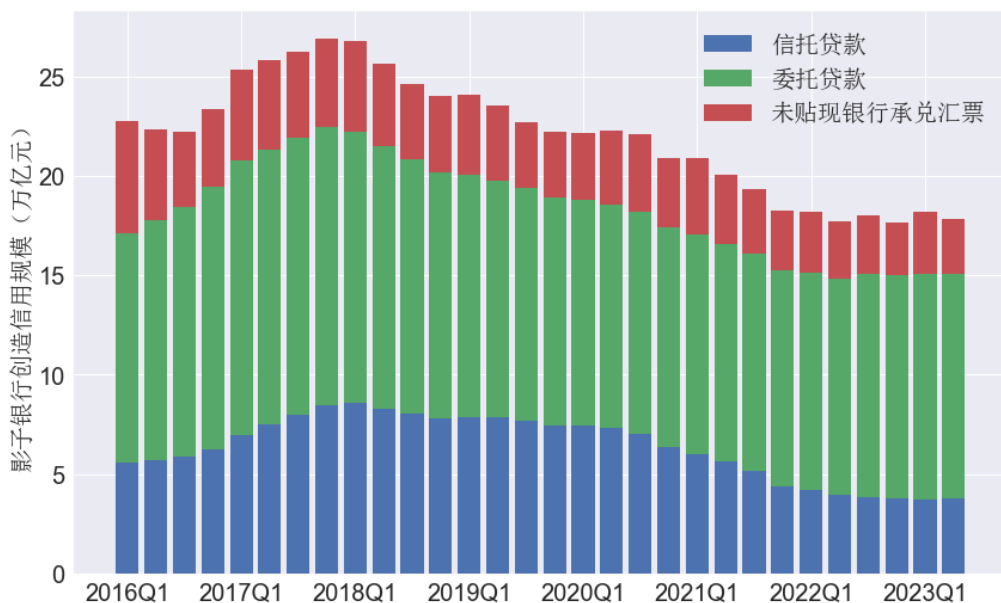


图 16 非金融企业融资规模

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

从存款角度看，企业活期存款同比负增长，这也是 M2 高增和 M1 增速走低的直接原因，M2 与 M1 的剪刀差持续。M1 主要由流通中的现金（M0）和企业活期存款构成。企业的贷款没有充分转化为企业可以活用的资金。因此，从本质上说资金并没有空“转”，而是“淤积”。在银行的资产负债表中，央行释放的流动性面临着较低的资金需求，银行间利率下降但并没有带动流动性需求上升。在企业的资产负债表中，信用创造出的存款更多地从企业部门流向居民部门，表现为投资的萎靡；且资金更多地以定期存款的形式存在，同样表现了较弱的活化资金需求。

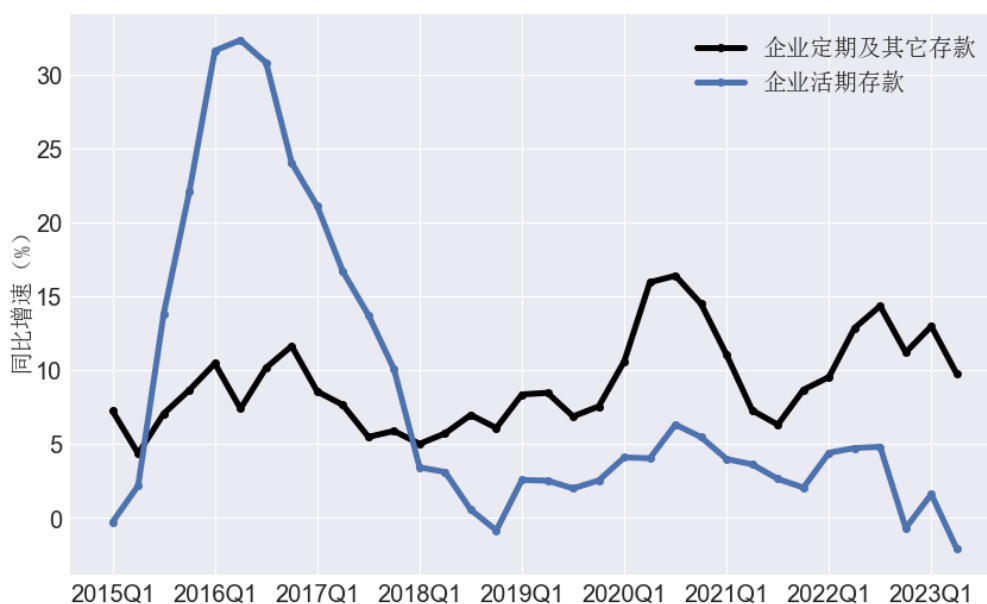


图 17 企业存款的同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

## 2. 非金融企业投资继续下降

二季度的企业投资增速继续下行。固定资产投资同比增长了 3.8%，低于一季度同比增速，更是远低于二季度名义 GDP 的同比增速。在所有投资中，仍然是基建投资增速最快，二季度同比增长了 10.7%，与一季度基本持平。而房地产投资的增速是最低的，同比下降了 7.9%；制造业投资同比增长了 6.0%，比一季度稍有下降。近年来，固定资产投资下降的主要原因就是房地产投资下降。而房地产投资的下降同时受到长期趋势因素和短期周期因素的影响。从长期趋势来看，人口负增长以及快速城镇化阶段接近尾声，地产投资的速度未来会呈现趋势性下滑的态势。但近两年来房地产投资增速都为负数，并不完全是趋势性因素。2022 年末我国人口城镇化率为 65.22%，虽已是较高水平，但户籍城镇化还有更大空间。近两年来房地产投资由正转负的更大原因在于经济周期性的下行，而房地产投资受经济周期的影响最为显著。

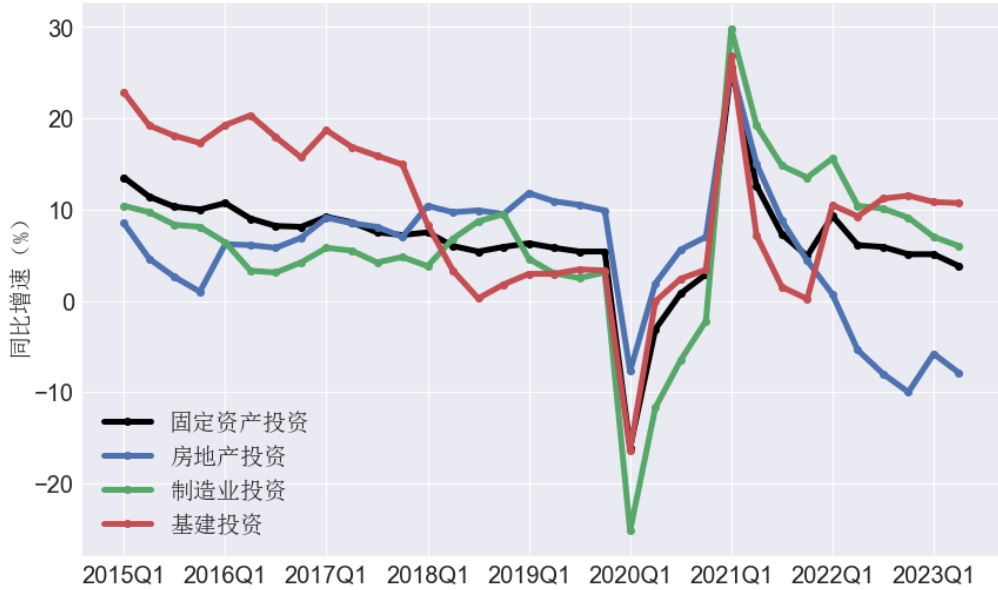


图 18 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

从民间投资和私营企业投资来看，今年上半年都表现较差。一季度的私营企业投资同比下降了 5.6%，上半年的民间投资同比下降了 0.2%。这部分投资是我国经济增长的内生动力。由于当前经济运行不达预期，对未来经济增长的前景也并不明朗，民营企业选择观望。随着近期《关于促进民营经济发展壮大的意见》出台，民营投资有望提升，缓解企业部门的资产负债表衰退风险。

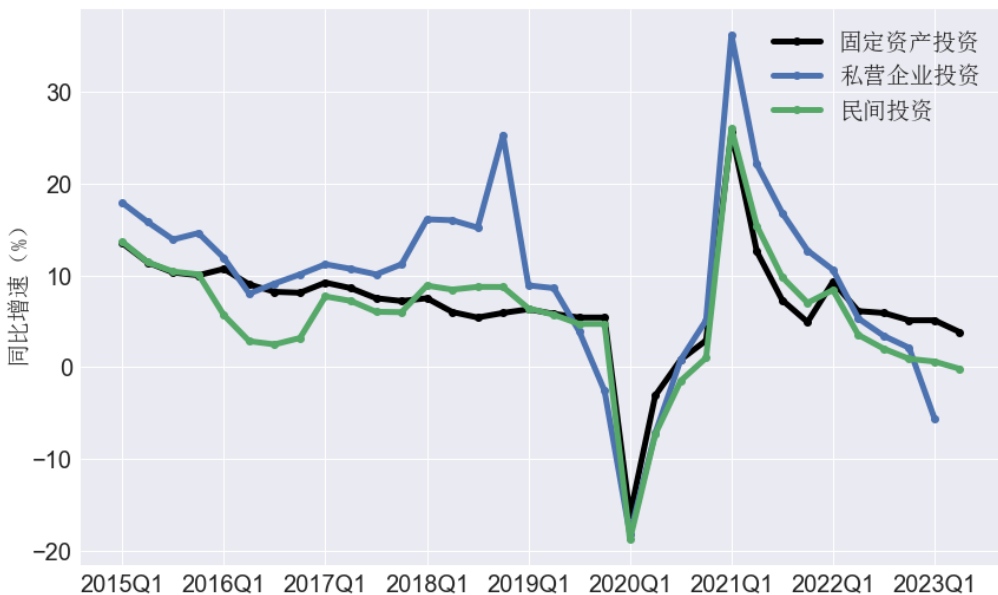


图 19 私营企业投资与民间投资

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

### （三）政府部门杠杆率升幅最大，但仍低于预期

2023年二季度，政府部门杠杆率从一季度的51.5%上升至52.6%，增加了1.1个百分点。其中，中央政府杠杆率维持在一季度的21.4%，保持稳定；地方政府杠杆率从一季度的30.1%升至31.2%，增加了1.1个百分点。从整个上半年的情况来看，中央政府杠杆率仅上升了0.1个百分点，地方政府杠杆率共上升了2.2个百分点。2022年上半年政府杠杆率共上升了2.8个百分点，而今年上半年政府杠杆率的上升幅度略小于去年同期，财政政策的发力非常有限。预计三季度的政府杠杆率还将有一定幅度的上升。

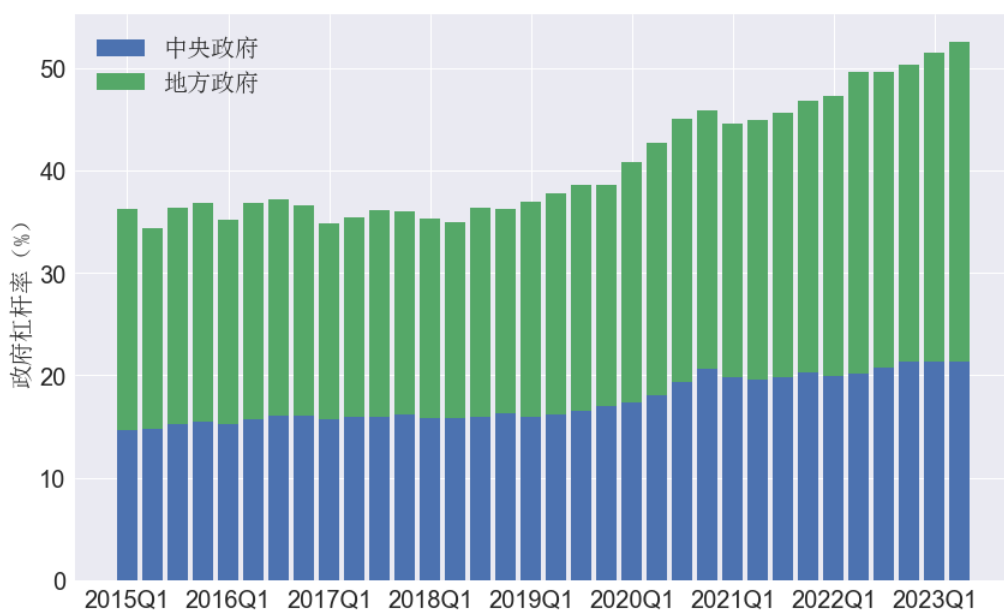


图 20 政府部门杠杆率

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. 中央政府的扩张力度与上一年基本持平

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%。但2022年中央政府还有约1.81万亿元的特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存收入。这部分资金在2022年使用了1.1万亿元，剩余7100亿元在2023年使用。如果算上去年的1.1万亿元和今年的7000亿元，2023年中央财政扩张的力度与去年基本持平。

从实际新增债务来看，2022年上半年中央政府债务增加了6400亿元，下半年增加了1.96亿元，今年上半年增加了6900亿元。根据全年新增3.16万亿元的

计划，中央政府债务将在下半年继续增加约 2.47 万亿元。今年下半年中央政府的杠杆率将有一定幅度的上升。

## 2. 政府性基金收入同比继续下滑

二季度地方政府性基金收入仅 1.17 万亿元，而去年同期有 1.31 万亿元，前年同期有 1.94 万亿元。政府性基金收入已经连续两年同比下降。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%。根据今年的财政预算，全年全国政府性基金预算收入要达到 78170 亿元，相比 2022 年增长 0.4%。但上半年全国政府性基金收入仅为 2.35 万亿元，仅为计划值的 30%。预计全年很难完成计划，政府性基金收入下降也限制了政府的相关支出，限制了财政政策发力的空间。

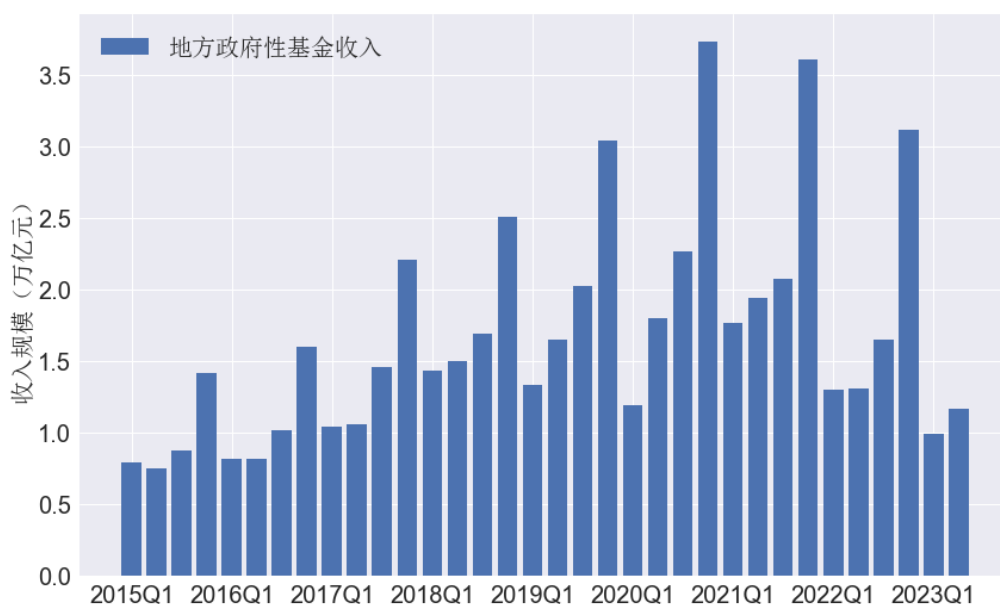


图 21 政府性基金收入

资料来源：财政部；国家资产负债表研究中心。

## 3. 地方政府专项债提前发力的力度有限

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。而去年地方一般债和专项债的新增限额分别为 7200 亿元和 3.65 万亿元。今年的一般债新增限额与去年持平，专项债新增额度比去年提高了 1500 亿元。但 2022 年实际地方专项债新增达到了 3.97 万亿元，故今年地方财政的扩张力度与去年也基本持平，甚至可能略小于去年。

财政靠前发力的效果也有限。从去年 11 月份下达的提前批额度来看，财政当局希望今年上半年的财政政策能够提前发力。要求上半年完成的新增地方专项债额度高达 2.19 万亿元，为史上最高。但从上半年的实际新增情况来看，今年一季度地方专项债新增了 1.38 万亿元，二季度新增了 1.21 万亿元，上半年新增了 2.59 万亿元，共完成全年新增限额的 68%。相比来看，去年上半年新增地方专项债 3.57 万亿元，今年上半年实际增加的地方专项债规模远低于去年同期。主要原因仍在于地方专项债充当逆周期宏观调控工具的设定存在矛盾，且在经济下行压力较大情况下地方专项债能够发挥的空间越来越小。财政发力还是要依靠一般性国债及地方政府一般债的形式完成。

#### （四）金融杠杆率继续回升

2023 年二季度，资产方口径下的金融杠杆率从一季度末的 52.7% 升至 53.7%，上升了 1.0 个百分点；负债方口径下的金融杠杆率从一季度末的 65.6% 升至 66.7%，上升了 1.1 个百分点。上半年资产方口径的金融杠杆率共上升了 3.7 个百分点，负债方口径的金融杠杆率共上升了 2.3 个百分点。银行间同业拆借和银行为非银行金融机构的净借出占比与一季度基本持平，金融杠杆率的上升也主要归因于经济增速的放缓。

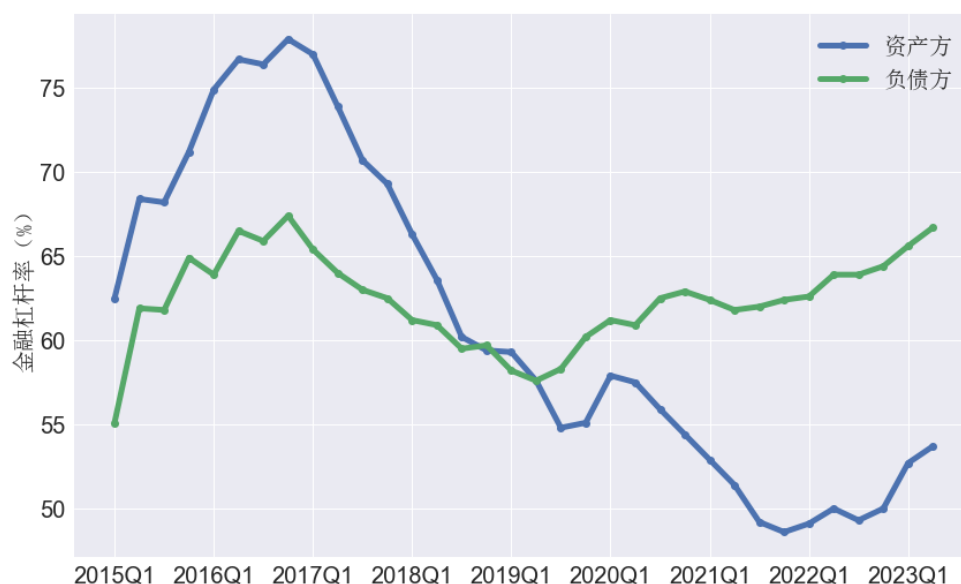


图 22 宽口径金融部门杠杆率

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。

金融机构间拆借规模占比基本稳定。二季度商业银行间的同业拆借以及商业银行对非银行金融机构的拆借在商业银行总资产中的占比分别为 3.25%和 3.03%，基本保持了与一季度一致的水平。上半年银行间的同业拆借和银行对非银行金融机构的拆借在总资产中的占比都是提升的。这与我们之前对金融去杠杆暂告结束的判断基本一致，叠加经济增速的下行，金融杠杆率也开始提升。

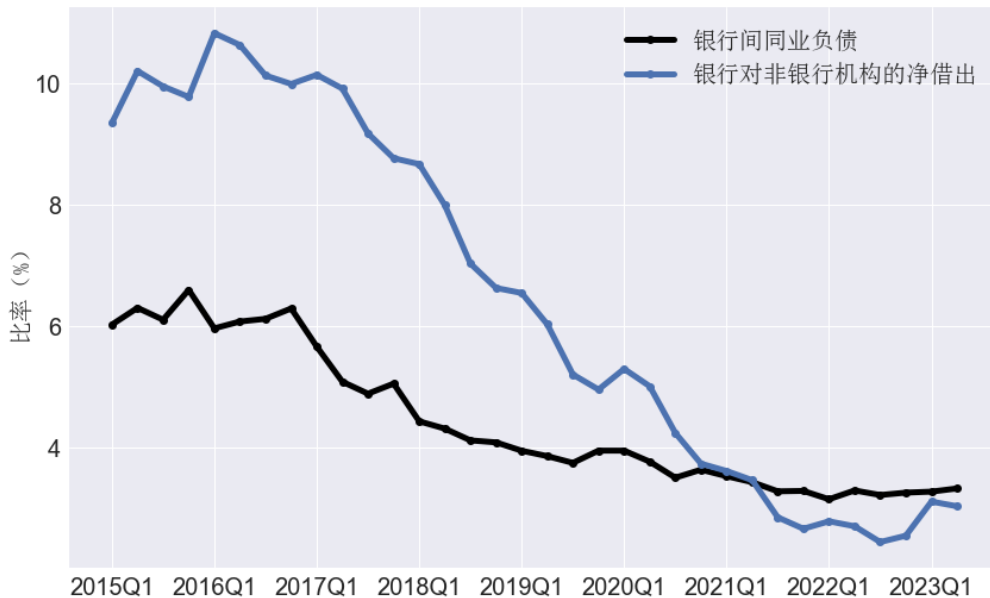


图 23 银行间同业贷款及银行向影子银行的净借出在商业银行资产负债表中占比  
资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

### 三、资产负债表衰退还是资产负债表修复？

当前，中国是否出现“资产负债表衰退”引起各方热议。

资产负债表衰退，直观的理解就是资产负债表本身出现了收缩，导致有效需求不足，进而引发经济衰退。因此，这里的“衰退”有两层含义：一是资产、债务的收缩（负增长），二是经济衰退或经济增速下滑。

按照这样的典型特征，中国当前的情况还称不上是资产负债表衰退。中国虽然有资产缩水（如房地产），但没有真正的债务收缩；同时出现了有效需求不足和经济下行压力加大。这里起到关键作用的债务收缩并没有出现，因此称不上是典型的资产负债表衰退。但中国的债务增速大幅下降，体现出资产负债表修复，且这样的修复行为导致总需求不足，进而妨碍了经济复苏。在这里，资产负债表是作为一种传导机制或渠道存在的，尽管其自身并未衰退，但这样的一个机制也会放大资产负债表修复所带来的负面冲击。

从各部门分季度债务增速来看，从未出现过负增长。只是居民部门在个别月份出现过债务收缩（贷款负增长）。今年二季度，居民部门债务增速是 7.2%，企业部门债务增速是 9.6%，政府部门债务增速是 11%。居民、企业部门的债务增速只及过去 20 年平均增速的一半。实体经济部门总的债务增速是 9.3%，是 2000 年以来的最低增速，说明债务增速下滑很快。以上数据表明，以“资产缩水、债务收缩”为典型特征的所谓资产负债表衰退在中国并不典型。中国出现的是资产负债表修复，体现为债务增速的大幅下滑；而这一修复行为通过资产负债表渠道导致总需求下降，使得整个经济进入恶性循环。

我们在 2021 年二季度的报告中率先提示了中国的非金融企业存在资产负债表衰退的风险——“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”。在之后的多次报告中，我们都在讨论中国可能会出现资产负债表衰退的风险。但就“资产负债表衰退”的定义来看，当前中国并不典型。居民和企业部门在尚未出现自身的资产负债表“衰退”（或收缩）情况下主动进行“资产负债表修复”。

按照辜朝明的定义，“资产负债表衰退”是指由于资产价格大幅下跌导致私人部门的资产负债表受损。东京住房价格指数在 1990 年末达到 250 的水平，到 1995 年就已经跌到了 150 以下，到 2003 年跌到了 100 以下。日经 225 指数在 1990 年初接近 3.9 万点，到 1995 年跌到了 1.5 万点以下，到 2003 年跌到了 1 万点以下。资产价格的大幅缩水导致居民和企业的资产负债表都受到冲击，私人部门的资产负债率提高，出现资不抵债的情况。这种情况下居民和企业都主动进行“资产负债表修复”，努力抑制借债，积极还本付息。这会导致总需求不足，经济进一步衰退。此时央行降息的货币政策失效，利率已经不是私人部门融资的一个主要参考变量，货币政策面临流动性陷阱。消费和投资同时下降，经济进一步下行，资产价格继续下跌，从而进入“资产负债表衰退”的周期。

但在中国，并没有出现资产价格的“大幅”下跌，居民和企业也远远没有达到资产负债率上升进而资不抵债的情况。我们当前的情况更像是在资产负债表轻微（甚至并未）受损情况下，居民和企业部门主动寻求的“资产负债表修复”。居民和企业部门在获得收入或利润后并不主动增加消费和投资，而是主动去还本



付息，降低自身的债务负担或增加以存款为代表的无风险资产。背后的原因在于对未来经济增长的预期较为悲观。

而当居民和企业积极寻求“资产负债表修复”的过程中，宏观上的“合成谬误”出现了。私人部门越追求健康的资产负债表，全社会的有效需求就越不足，资产价格就越有可能下跌，私人部门的资产负债表就越不健康。因此我们提示中国出现日本那样“资产负债表衰退的风险”。从任何指标或定义来看，当前中国都不能被称作“资产负债表衰退”。但如果放任私人部门不断修复资产负债表，而不是从宏观调控政策上加以对冲，则主动的“资产负债表修复”就会引发“资产负债表衰退”的风险。当所有私人部门都不再主动投资和消费，也就意味着所有企业都不会获得相应的营业收入，企业的收入下降、利润下降，居民的工资就会下降，政府的税收也会下降，经济陷入衰退循环，资产价格必然也会下降。

面对“非典型”的资产负债表衰退，中央政府一方面要扩张资产负债表特别是加大发债力度，另一方面是较大幅度降息，减少巨额存量债务的利息支付。有学者指出面临流动性陷阱，降息发挥不了作用。我们想强调的是，降息有利于减轻利息负担，这对于修复私人部门资产负债表是非常重要的。当前我国实体经济部门总的债务是 350 万亿元左右。如果再加上隐性债务（隐性债务不是所有的平台债，平台债基本上已统计在企业部门）20-30 万亿元，总的债务是 370-380 万亿元。只要降息 1 个百分点，就能减少利息支付将近 4 万亿元，相当于扩大了 3 个多点的赤字率，这对于提振经济作用非常显著。

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。