



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

2024年4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。

锚定物价目标 继续为“名义”而战

——2024年一季度中国杠杆率报告

摘要

- 2024年一季度的宏观杠杆率从2023年末的288.0%上升至294.8%，共上升了6.8个百分点，升幅小于2023年同期。全社会债务同比增长8.8%，季度名义GDP同比仅增长4.2%，导致杠杆率上升。如果通胀率持续走低，全年杠杆率仍将上升10个百分点以上。
- 居民杠杆率仅上升0.5个百分点，居民房贷持续负增长，消费性贷款和经营性贷款增速也大幅下降。“低贷款增速+高存款增速”将是未来一段时期居民资产负债表的主要特征。
- 非金融企业杠杆率持续上升，提高了5.7个百分点。企业贷款是拉动杠杆率上升的主要因素，但企业债券、表外融资及企业存款（尤其是活期存款）增速均较低。企业杠杆率存在一定程度的虚高。
- 政府杠杆率上升0.6个百分点。一季度地方政府专项债的发行不及预期，与对债务发行的管控有关，地方专项债的固有矛盾仍待解决。

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
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：宏观杠杆率再度攀升	1
二、分部门杠杆率分析	4
(一) 居民杠杆率小幅上升	4
(二) 非金融企业杠杆率持续上升	8
(三) 政府部门杠杆率继续上升	13
(四) 金融部门杠杆率回升	16
三、锚定物价目标，继续为“名义”而战	18
(一) 货币政策：锚定物价目标，加大逆周期调节力度	18
(二) 财政政策：政策加码与改革深化两手抓	20

一、总判断：宏观杠杆率再度攀升

我们测算 2024 年一季度宏观杠杆率上升 6.8 个百分点，从 2023 年末的 288.0% 上升至 294.8%。其中，居民部门杠杆率上升了 0.5 个百分点，从 2023 年末的 63.5% 升至 64.0%；非金融企业部门杠杆率上升幅度最大，上升了 5.7 个百分点，从 2023 年末的 168.4% 升至 174.1%；政府部门杠杆率上升了 0.6 个百分点，从 2023 年末的 56.1% 增长至 56.7%。同时，我们根据更新数据，上调了 2023 年末的政府部门杠杆率，从初值的 55.9% 上调至 56.1%，上调了 0.2 个百分点，由此导致 2023 年第四季度政府部门杠杆率上升了 2.3 个百分点，2023 年全年共上升了 5.5 个百分点。与此同时，M2/GDP 上升了 7.6 个百分点，从 2023 年末的 231.9% 升至 239.5%；社融存量/GDP 上升了 6.8 个百分点，从 2023 年末的 299.9% 升至 306.7%。

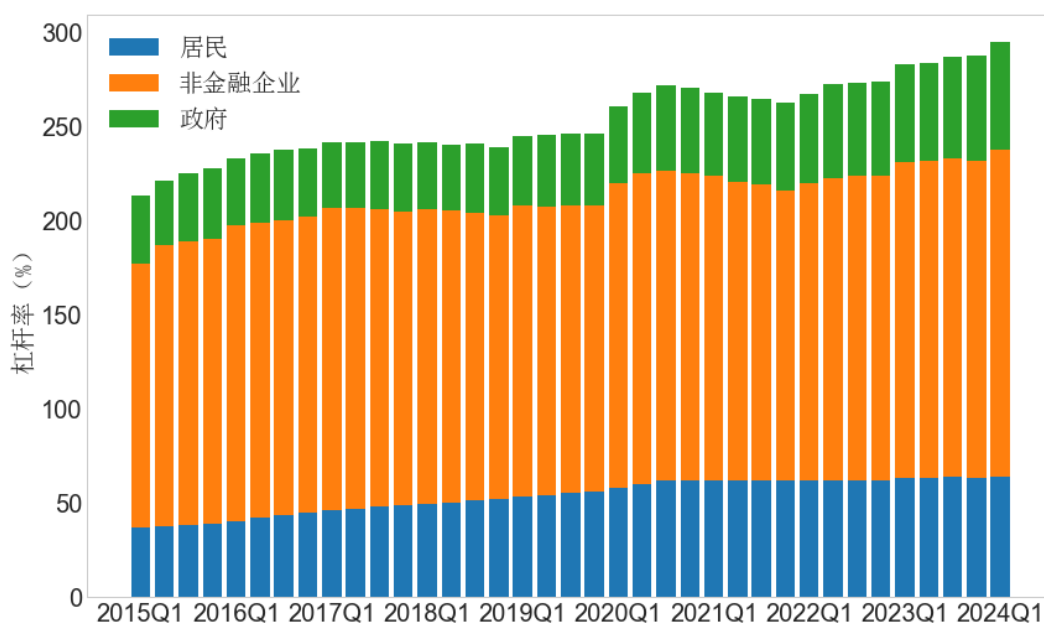


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

2024 年一季度实体经济债务增速有所下行，同比增长了 8.8%。按季度增速来看，已经处于 2001 年以来的最低水平。其中，居民、企业和政府的债务同比增速分别为 5.1%、8.3%和 14.7%。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。居民借贷的恢复进程缓慢，尽

管央行下调了 5 年期 LPR，积极释放稳定预期和楼市的信号，有助于居民降低房贷成本，但居民加杠杆的意愿未见明显改善。企业贷款与近 5 年以来的一季度同比增速相比并不算低，显示出一定韧性，部分原因是结构性货币政策大幅降低了一些企业的贷款融资成本，并不能完全反映企业部门的真实融资需求，导致一部分非金融企业部门的债务虚增。政府债务从绝对水平来看，增长并不算多，但受 2023 年同期低基数的影响，也体现出较高的同比增速，且是拉动实体经济债务增长的最主要因素。根据全年的政府融资计划，预计二季度政府债务增速会更高。

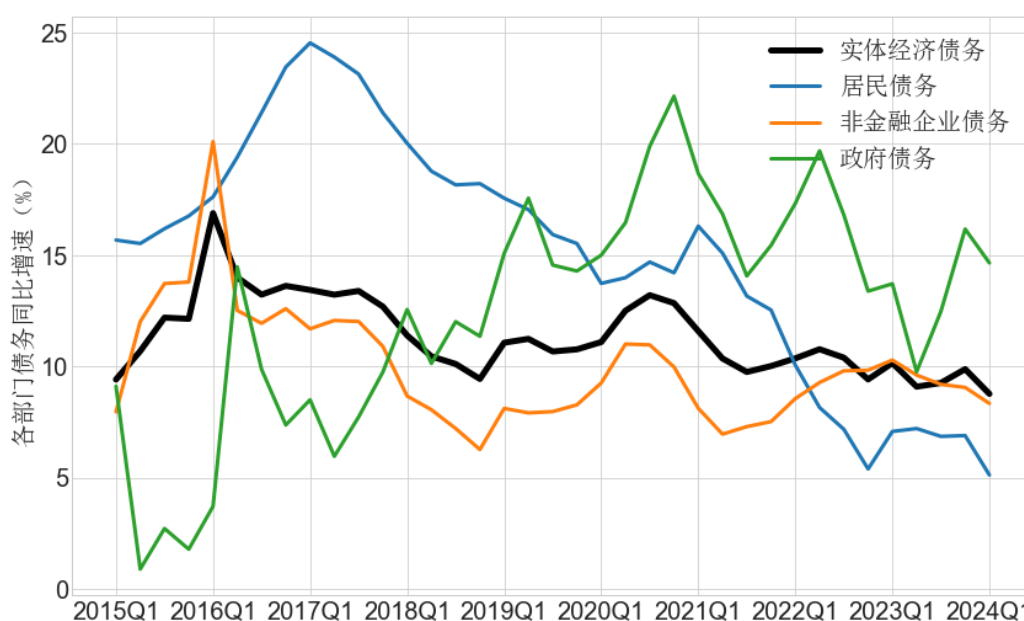


图 2 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

尽管总体债务增速继续下降，但宏观杠杆率在一季度仍然上升了 6.8 个百分点。杠杆率上升的最主要原因仍然是名义 GDP 增速的超预期下滑。虽然单季实际 GDP 同比上升了 5.3%，但单季名义 GDP 只上升了 4.2%，名义 GDP 单季同比增速已经连续 4 个季度低于实际 GDP，GDP 缩减指数小于 0。如果名义 GDP 增速长期徘徊在 4%~5% 左右的水平，实体经济债务增速也需要下降到 5% 左右的水平才能勉强维持宏观杠杆率的基本稳定。但显然，债务增速很难在短期内继续下降。主要是因为无论是货币政策还是财政政策，都希望加大逆周期调控的力度，提高各部门的债务增速，促进经济稳定增长。

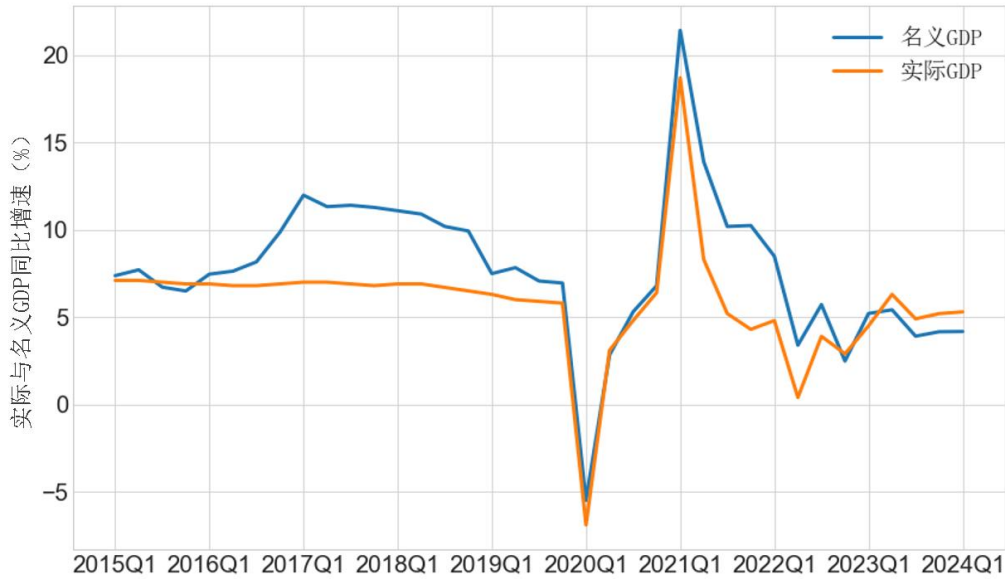


图3 实际与名义GDP同比增速

资料来源：国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

我们用名义GDP增速与实际GDP增速之差表示GDP缩减指数，也就是通货膨胀率。一季度的GDP缩减指数为-1.1%，近6个季度中已有5个季度为负，几乎是历史上持续时间最长的负通胀时期。一季度CPI的平均增速为0.0%，较2023年四季度有所恢复。但从趋势上来看，3月份的CPI和核心CPI环比增速都为负。一季度PPI的平均增速为-2.7%，与2023年四季度基本持平。但前三个月的PPI环比增速都为负值。

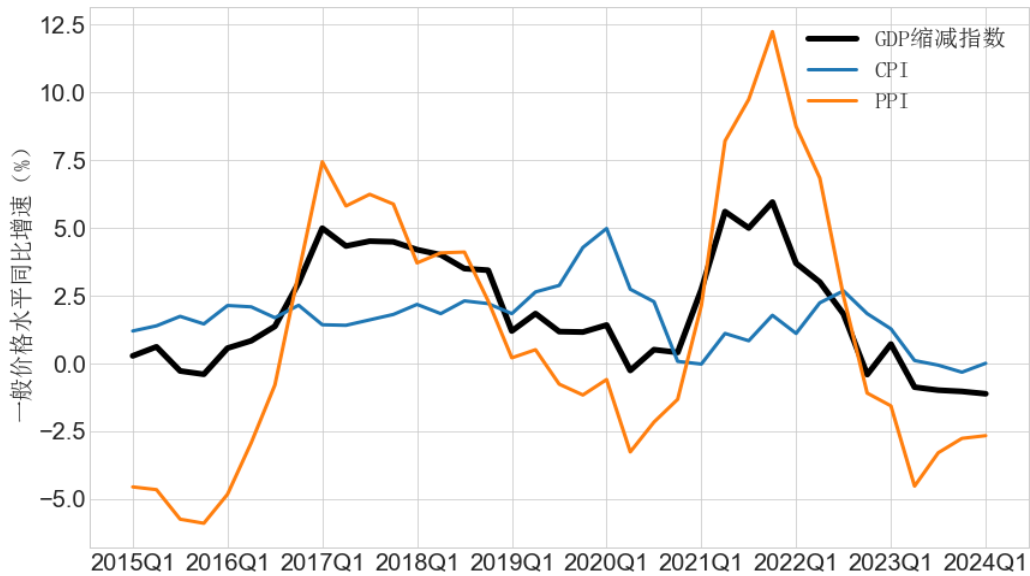


图4 GDP缩减指数、PPI与CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2023 年我国宏观杠杆率共上升了 13.8 个百分点（相比我们估算的初值上调了 0.3 个百分点），其中一季度的增幅最大，上升了 8.8 个百分点。2024 年一季度宏观杠杆率的上升幅度小于 2023 年一季度，部分原因是去年一季度的高基数，更重要的是居民和企业部门加杠杆意愿进一步下降，债务增速下降，杠杆率走势相对更为稳定。在这种趋势下，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）居民杠杆率小幅上升

2024 年一季度居民部门杠杆率上升了 0.5 个百分点，从 2023 年末的 63.5% 上升至 64.0%。在房地产市场的预期不强、住房交易有限、房贷增速大幅下滑的环境下，居民债务增速已经处于较低水平。一季度居民杠杆率的上升主要来自于季节性因素，预计全年居民杠杆率基本稳定，“低贷款增速+高存款增速”将是未来一段时期居民资产负债表的主要特征。

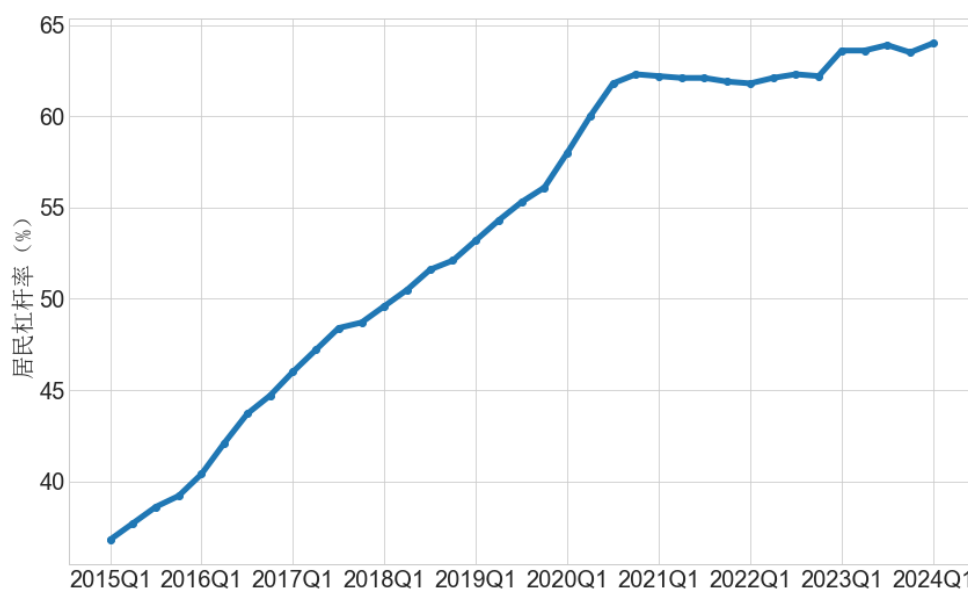


图 5 居民部门杠杆率

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. 居民贷款增速继续回落，房贷持续负增长

2024 年一季度，居民总贷款增速为 5.1%，其中消费性贷款（包括房贷和普通消费贷）增速进一步下滑至 1.4%。我们估算其中房贷增速为-1.2%，其它消

费贷增速为 7.2%，低于 2023 年全年的增速水平。居民经营性贷款同比增长了 15.4%，增速也有所下滑。居民房贷自 2023 年一季度起已经持续 5 个季度负增长，房贷在居民总贷款中占比已下降到 47%，而经营性贷款占比则提升至 28.8%。从月度走势来看，1 月份居民贷款需求略有提升，但在 2~3 月再次回落，其中商品房销售低迷是主要的拖累因素。

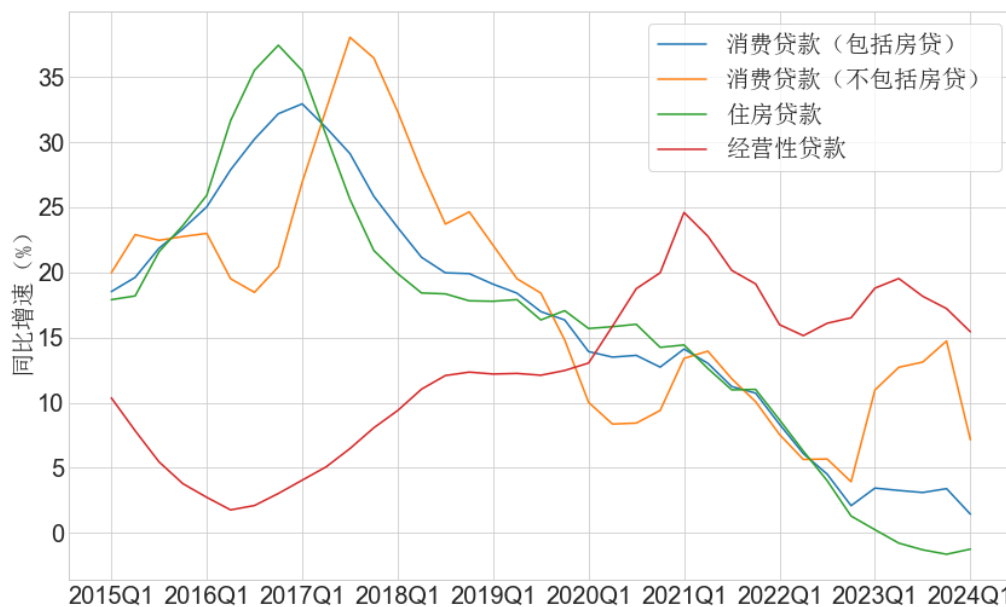


图 6 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2024 年 2 月，央行将 5 年期 LPR 下调了 25 个基点，从 4.2% 下降至 3.95%。2023 年四季度的按揭贷款加权利率已下降至 3.97%。进一步调降长期的 LPR 将使得新发放的按揭贷款利率继续下降，反映了政策制定者旨在提振房地产销售、改善居民预期和购房意愿，同时也向市场释放了稳定预期和楼市的积极信号。但整个一季度房地产交易仍较为低迷。十大城市一季度商品房成交套数再创新低，一线和二线城市共成交了 8.76 万套，总量低于 2020 年一季度受新冠疫情影响最大的时期。其中，一线城市成交 4.79 万套，二线城市成交 3.98 万套，二线城市成交规模的下滑速度非常明显。从国家统计局统计的 70 个大中城市住宅价格来看，3 月份的新建住宅同比下降了 2.7%，其中一线城市下降了 1.5%；二手住宅下降了 5.1%，其中一线城市下降了 7.3%。房地产市场的走势是居民房贷负增长的根本原因。

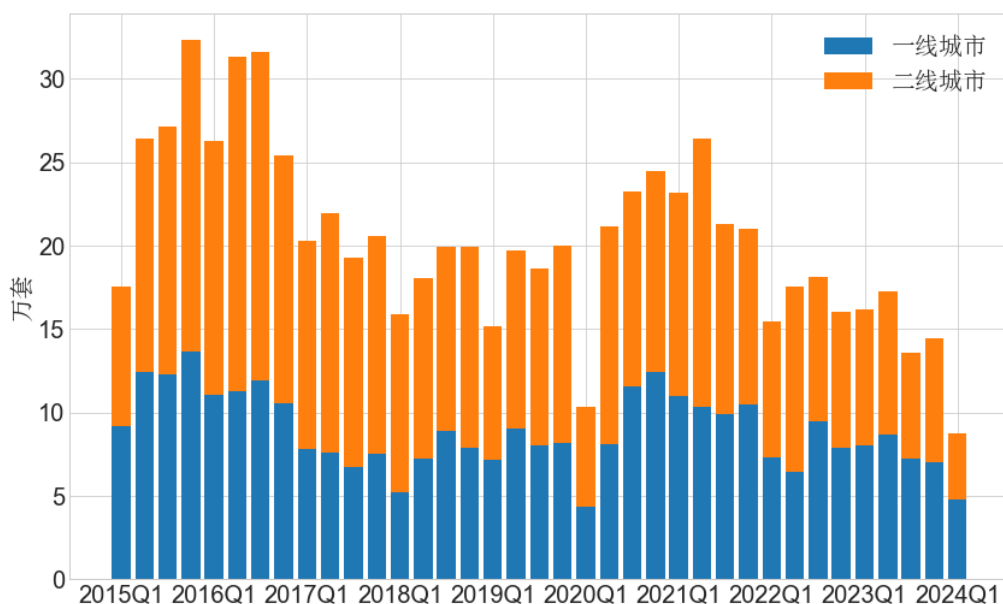


图7 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民消费增速上升，储蓄率下降

2024年一季度的全国居民人均可支配收入达到11539元，相比2023年同期增长了6.2%，人均收入增速高于名义GDP增速。居民收入中增速最高的是工资性收入和经营净收入，一季度同比都增长了6.8%。按照收入法计算的名义GDP（名义国民收入），可以分解为居民可支配收入、企业可支配收入和政府可支配收入。当居民可支配收入增速高于名义GDP增速时，企业和政府的可支配收入增速就要低于名义GDP增速。政府可支配收入主要来自于财政税收减去劳动力报酬支出。从已有的前两个月数据来看，公共财政收入累计同比下降了2.3%，其中中央政府财政收入下降了4.8%。企业可支配收入专指企业的留存收益，在企业部门投资意愿不强的情况下，其增速应该也处于较低的水平。因此，居民可支配收入的增速略高于名义GDP增速还是比较正常的。这里的人均可支配收入，并非只包括所有就业人员的收入，而是以全国总人口计算的平均收入。我们不能只以某一部分人群的主观感受来衡量宏观经济指标，只要宏观经济（名义GDP）有增长，整体的可支配收入基本是会上升的，这种上升可能会体现在不同的就业群体上。

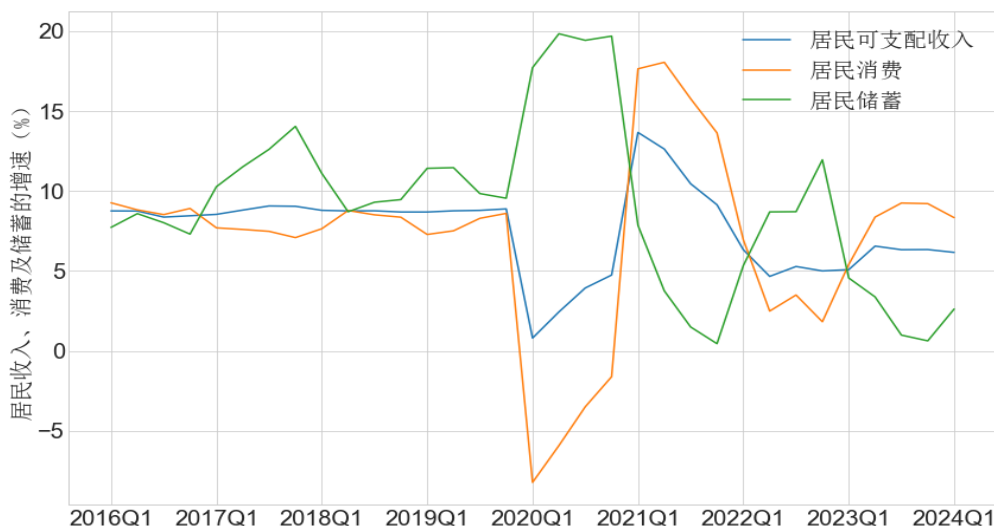


图8 居民收入和消费的同比增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

居民可支配收入的上升，也可以从消费支出的增长上得到部分验证。一季度居民人均消费达到 7299 元，相比 2023 年同期增长了 8.3%。相应地，全国一季度的社会消费品零售总额同比增长了 4.7%，其中网上商品和服务零售额同比增长了 12.4%，服务业零售额同比增长了 10.0%。消费的增速领先于可支配收入增速。居民的储蓄率有所下降。根据国家统计局的调查数据，2020~2023 年连续四年居民一季度的储蓄率都高于 38%，而 2024 年一季度居民储蓄率降至 36.7%。居民部门主动扩大消费，宏观需求侧管理的措施在消费领域起到了一定效果。

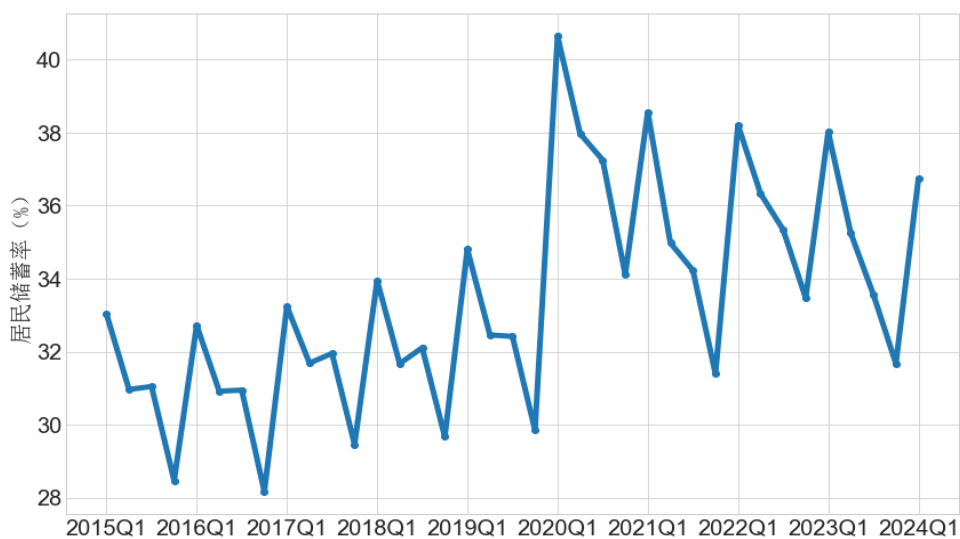


图9 居民部门储蓄率

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

3. 居民存款规模持续上升

2024 年一季度末居民部门的存款规模达到 146.4 万亿元，相比 2023 年年末继续增长了 8.6 万亿元。居民存款在 2022 年增长了 17.9 万亿元，在 2023 年增长了 16.7 万亿元。2024 年一季度仍然延续着居民存款大幅上升的态势，但由于基数变大，存款同比增速已经下降到 11.7%。居民存款上升的原因是“银行购入政府债券的增加和影子银行信用创造的减弱”，且这一趋势将成为常态。由于存款增速远远超过名义 GDP 的增速，一季度末居民存款与 GDP 之比已经达到了 115.1% 的水平，居民安全资产占比提升，居民部门资产负债表所暴露的风险是有限的。

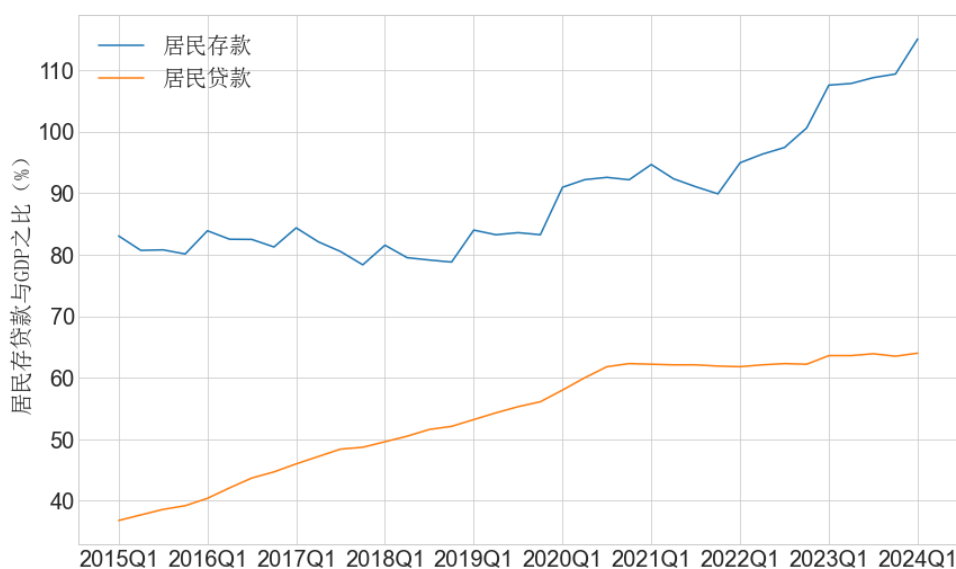


图 10 居民部门存贷款与 GDP 之比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

(二) 非金融企业杠杆率持续上升

2024 年一季度，非金融企业杠杆率从 2023 年末的 168.4% 升至 174.1%，上升了 5.7 个百分点。尽管一季度的上升幅度小于去年，但非金融企业杠杆率已经连续两年持续攀升，相比于 2021 年末 154.1% 的局部低位，最近 9 个季度共上升了 20 个百分点。最主要的原因是经济增速下滑，导致企业债务增速领先于经济增速。另一个重要原因是货币政策相对宽松，尤其是银行部门尽一切努力鼓励企业进行贷款。某些企业的贷款融资成本已经低于存款利息，由此产生一些资金空转现象，导致企业的杠杆率虚增，其反映的并非企业真实的债务负担。



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. 政策环境宽松，企业贷款利率下降

2024 年一季度中期借贷便利（MLF）和 1 年期贷款市场报价利率（LPR）保持不变，分别为 2.5%和 3.45%；而 5 年期 LPR 则降低了 25 个基点，至 3.95%，创下 LPR 改革以来的最大降幅。这种短期政策利率的稳定反映了央行在综合考虑汇率压力和银行息差压力后的政策定力。同时从 2 月 5 日起将金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点，为市场注入约 1 万亿元的长期流动性。

表 1 2018 年以来政策利率及下调幅度

		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度	降幅共计
7 天逆回购	年末利率	2.55%	2.5%	2.2%	2.2%	2%	1.8%	1.8%	
	降幅		5bp	30bp	0bp	20bp	20bp		75bp
1 年期 MLF	年末利率	3.3%	3.25%	2.95%	2.95%	2.75%	2.5%	2.5%	
	降幅		5bp	30bp	0bp	20bp	25bp		80bp
1 年期 LPR	年末利率	4.31%	4.15%	3.85%	3.8%	3.65%	3.45%	3.45%	
	降幅		16bp	30bp	5bp	15bp	20bp		86bp
5 年期 LPR	年末利率		4.8%	4.65%	4.65%	4.3%	4.2%	3.95%	
	降幅			15bp	0bp	35bp	10bp	25bp	85bp

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

在流动性相对宽松且政策利率下降的条件下，银行间资金利率的中枢水平较上一季度有所降低。2024年四季度人民币贷款加权利率也从4.14%降至3.83%，企业贷款利率降至3.75%。2024年一季度LPR的调整将进一步使得企业中长期贷款利率下降。

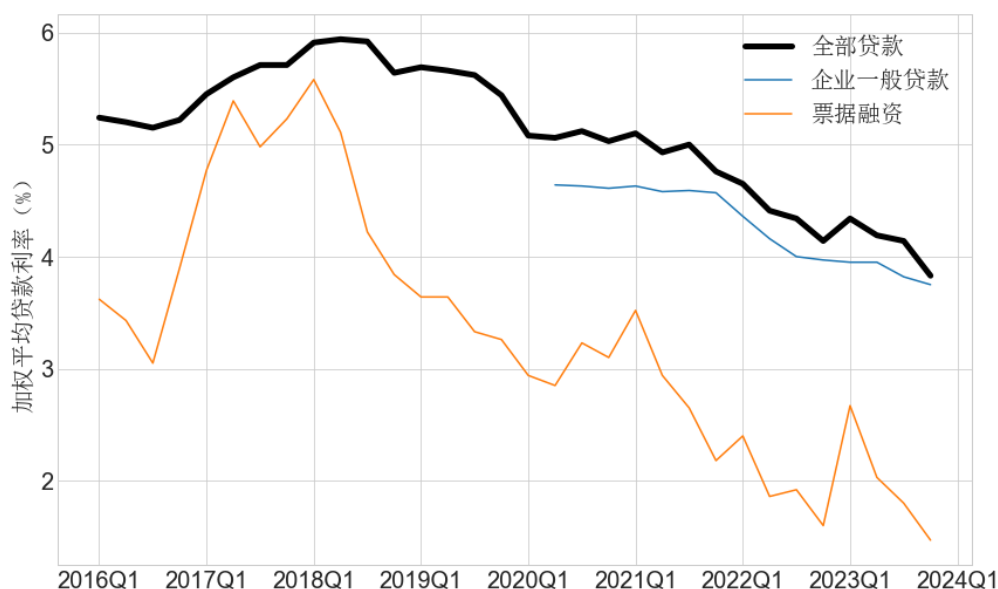


图 12 贷款加权平均利率

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

在较为宽松的流动性和不断下调的企业贷款利率环境下，企业部门贷款增速和债务增速仍有所下滑。2024年一季度，企业部门的贷款增速为11.2%，债务增速为8.3%。在当前，企业贷款存在某种程度的“失真”。大量结构性货币政策的引入和商业银行发行企业贷款的激励措施会引导企业部门承担一些不必要的贷款。这些贷款并不用于投资经营，也不用于借新还旧，而只是为了配合银行部门完成贷款指标。当前5年期LPR利率为3.95%，2023年四季度企业贷款加权平均利率是3.75%（预计2024年一季度更低）。而大部分一般性企业贷款的利率是以LPR为基准或在LPR基础上加成，可见已经有相当一部分企业贷款利率是要远低于3.75%的水平，一些经过贴息的贷款利率最低可达到1.8%。而一些小银行的3年期存款利率超过了3%，也有大量接近于3%的存款利率。由此产生了贷款和存款利率的局部倒挂现象。

尽管并不完全可比，但我们可以从企业债券的增速上部分推断出企业部门的真实债务融资意愿。2023年全年，企业债券规模同比仅增长了0.3%，2024年

一季度在 2023 年低基数的基础上仍然仅增长了 1.3%。企业债券增速下降的一部分原因是之前几年出现较多违约事件，导致低评级债券的发行困难。但另一个重要原因也是企业自身缺乏债务融资的意愿，加杠杆并不积极。可见，**企业的贷款增长和企业部门杠杆率都有部分虚高的成分**。如果企业贷款的增速与企业债券增速一致，或者说企业贷款增速低于 4%，则企业部门的杠杆率并没有提升。

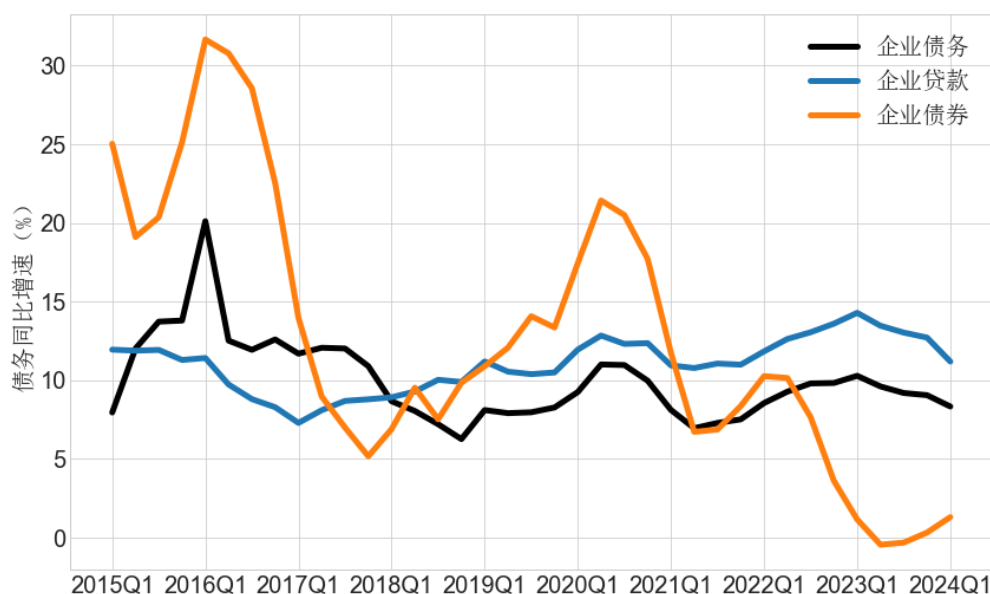
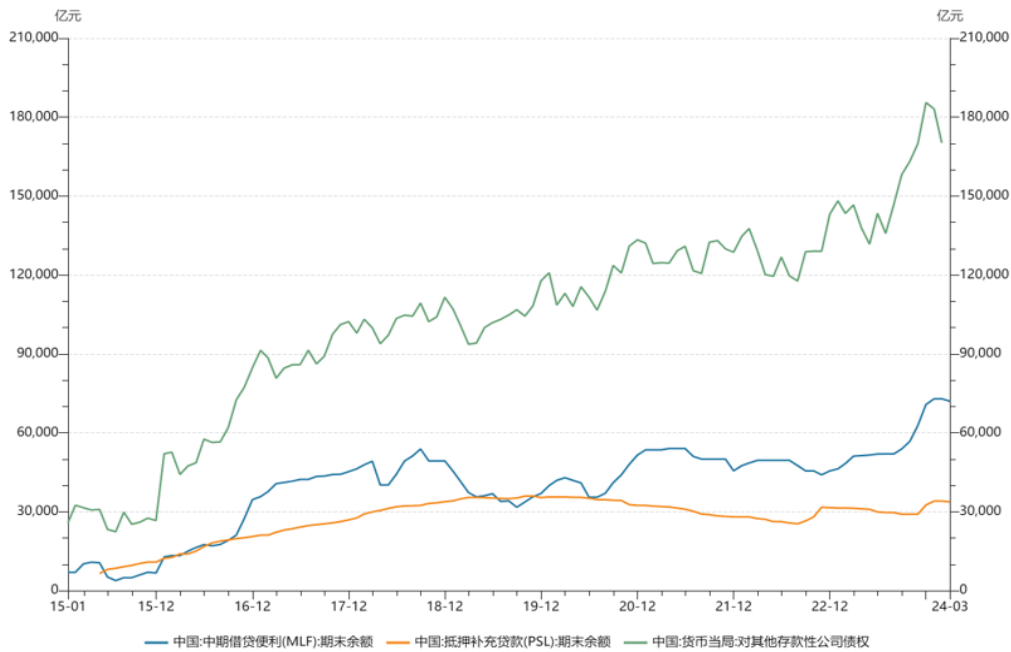


图 13 非金融企业债务同比增速

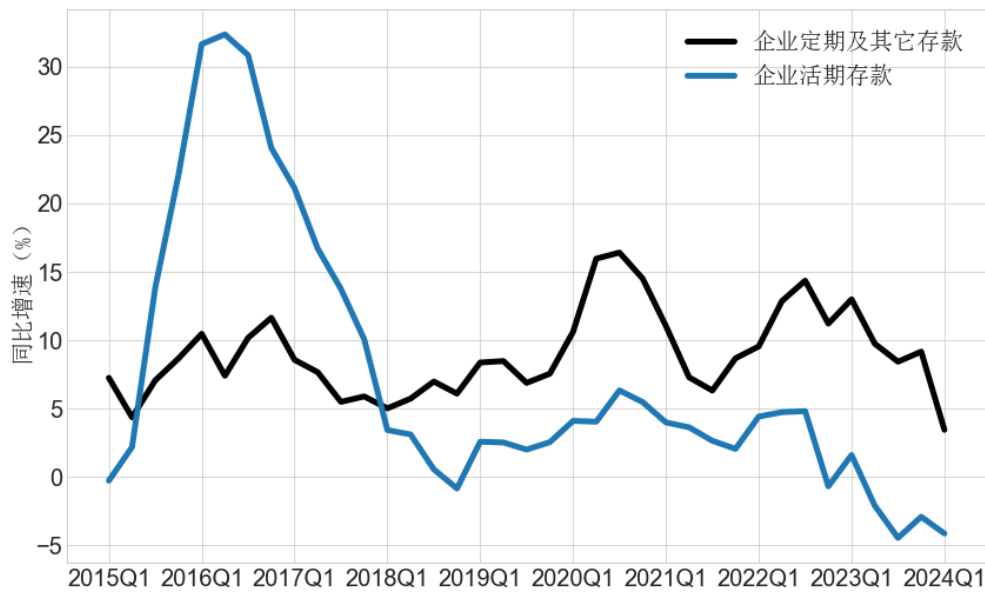
资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2023 年四季度央行时隔两年重启了抵押补充贷款（PSL）操作，2023 年四季度和 2024 年一季度共新增了 5000 亿元的 PSL，主要用于防汛抗灾项目及保障性住房、“平急两用”基础设施建设、城中村改造投资等三大工程建设。同时央行还设立了 5000 亿元的科技创新与技术改造再贷款，重点支持重大战略、关键领域和薄弱环节，以推进新质生产力的发展。此外，央行还降低了支持小微企业和“三农”企业的再贷款利率 25 个基点。货币政策会议还提到将增强对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。这些举措都是结构性货币政策的体现，意图在于提高货币政策的精准有效性，降低这些企业的融资成本，缓解经营压力，这也是中国货币政策较为独特的特征体现。



2. 企业活化资金需求继续减弱

从存款角度看，2024 年一季度企业存款仅增长了 0.9%，其中定期及其它存款同比增长了 3.4%，企业活期存款同比下降了 4.1%。企业存款下降反映了其未来投资意愿不足，尤其是活期存款同比增速为负，更加反映了其短期内并没有太强的支出需求。



3. 企业投资有所恢复，但持续性仍有待观察

2024年一季度企业固定资产投资同比上升了4.5%，其中基建投资上升8.8%，制造业投资上升9.9%，房地产投资同比增速为-9.5%。投资增速相比去年全年有一定起色。房地产投资已经连续两年负增长，累计下跌幅度超过了15%。带动投资的主要因素是以高新技术产业、先进制造业等领域的较快速度增长，基建重大项目开工平稳进行。民间投资的同比增速为0.5%，动力仍然有限。

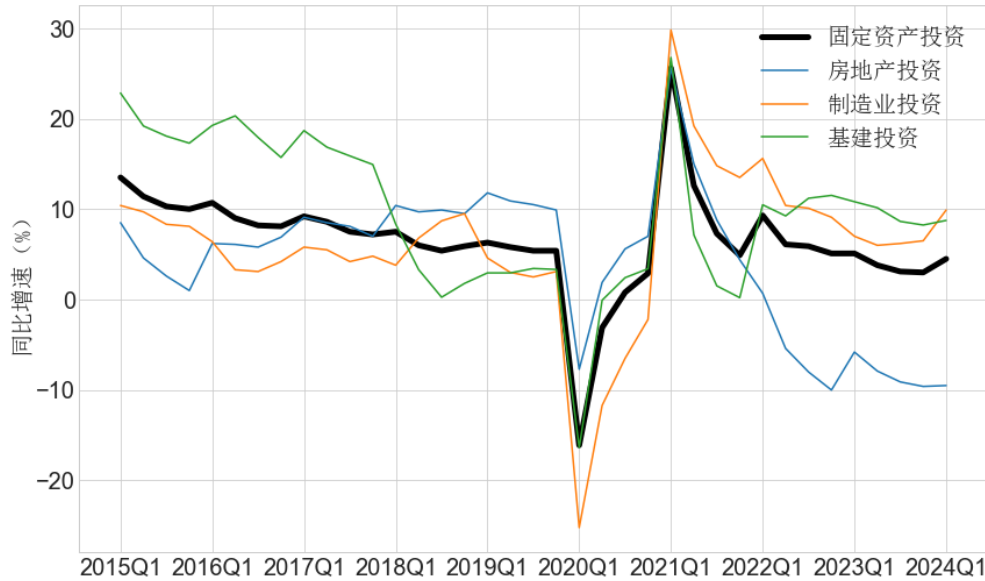


图 16 固定资产投资累计增速

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

总的来说，企业部门仍然延续投资支出不足和杠杆率上升并存的局面。投资支出不足的原因仍在于对预期的修复较为缓慢，企业投资决策越来越谨慎。而杠杆率上升的原因，一方面是经济增速下滑，另外也受一部分资金空转的影响，银行对企业的部分贷款并不能反映真实融资需求，导致企业杠杆率的虚增。

(三) 政府部门杠杆率继续上升

2024年一季度，政府部门杠杆率从2023年末的56.1%上升至56.7%，增加了0.6个百分点。其中，中央政府杠杆率从2023年末的23.8%上升至23.9%，基本保持稳定；地方政府杠杆率从2023年末的32.3%升至32.8%，增加了0.5个百分点。2024年财政赤字率仍安排为3%，赤字规模为4.06万亿元，相比去年年初预算增加了1800亿元。除预算内赤字外，地方政府专项债券新增3.9万亿元，比去年预算增加1000亿元；同时拟发行1万亿元超长期特别国债。

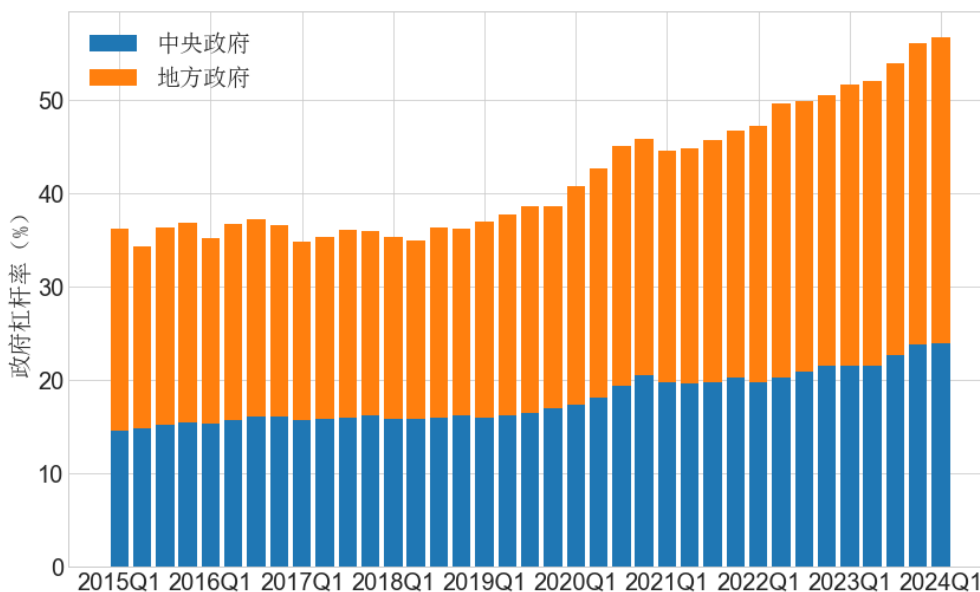


图 17 政府部门杠杆率

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. 中央政府的加力空间与上一年基本持平

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。而根据 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，新增中央政府债务规模比去年增加了 1800 亿元。但由于其中有 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。从中央政府来看，如果年中不再调整预算，则今年积极财政政策力度与去年基本一致。

2023 年四个季度国债的新增规模分别为 2913 亿元、4221 亿元、1.69 万亿元、1.76 万亿元。上半年，尤其是一季度新增规模有限，新增中央政府债务主要体现在下半年。2024 年一季度中央政府债务上升了 4525 亿元，略高于去年一季度的水平。中央政府杠杆率上升了 0.1 个百分点。我们预计从二季度开始将启动万亿国债的发行，新增中央政府债务规模可能会达到 1 万亿，政府杠杆率将会有较大幅度的上升。

2. 地方政府一般债全年增幅将小于 2023 年

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仍然是7200亿元。由于当前限额与余额之间的缺口只剩下6800亿元，2024年全年实际新增地方政府一般债的规模将肯定会小于2023年。

2023年四个季度地方政府一般债务的实际新增规模分别为3715亿元、997亿元、1123亿元和8957亿元，第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。2023年全年的特殊再融资债券发行规模超过1万亿元，而当前限额与余额之间的空间越来越小，但地方政府隐性债务问题依然存在，仍有待一定的政策安排给与解决。

3. 地方政府专项债发行再次受限，专项债固有矛盾难以平衡

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。且当前地方专项债仍然有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与2023年基本持平，或者略小于去年。

2023年四个季度地方政府专项债务的实际新增规模分别为1.38万亿元、8911亿元、9874亿元和9240亿元，全年四季度新增规模变化不大，一季度增加最多。2024年一季度新增地方专项债6196亿元，远小于2023年一季度的新增规模，也小于各省一季度计划发行额度之和，或许与对地方专项债的债务风险加强管控有关。用地方政府专项债来进行宏观逆周期调节总是面临着债务风险与宏观调控效果的矛盾，现实中的政策当局也是在严格发债标准以降低债务风险与降低发债标准以托底宏观经济之间进行反复权衡。对于这一矛盾，也是需要宏观政策的改革和创新予以解决。

4. 增加国债是现代中央银行制度建设的前提

中央金融工作会议提出：“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。我们认为，在公开市场操作中增加国债买卖这一工具，以及在央行资产负债表中逐步增加国债占比是“加快现代中央银行制度建设，构

建中国特色现代金融体系”的重要一环。

首先，国债是一个国家的主权信用，而以主权信用来创造基础货币是主要发达国家的现代中央银行制度的基石。美联储资产负债表中国债与抵押贷款支持债券（MBS）二者加总占到了总资产的 80%以上。日本央行中的国债占比长期波动在 80%左右。欧央行较为特殊，由于欧元区不存在一个统一的中央政府，所以各国所发行的国债对于欧央行来说更类似于地方债，并非欧央行层面上的主权信用。因此欧央行在成立之处，持有各成员国国债的比例也比较少，但全球金融危机后，欧央行也开始大量持有成员国国债，当前其国债在总资产中的比例也超过了 65%。反观中国，国债在央行资产负债表中占比不足 5%。

其次，在当前阶段让中央银行将国债逐步过渡为其创造货币和进行货币政策调控的基础工具仍存在一定困难。最大的问题在于中国的国债存量规模是有限的。以 2023 年一季度末的数据为例，我国中央银行资产负债表的总规模为 42.6 万亿元，而中央政府债务总规模仅为 30.5 万亿元，即使加上地方政府一般债务的规模，也仅为 46.7 万亿元。国债总规模过低，无法满足中央银行将其作为主要资产的要求。反观美国和日本，当前美联储总资产约 8 万亿美元左右，而美国的联邦政府债券存量规模约有 27 万亿美元左右，其中约 4.5 万亿美元的联邦政府债券被美联储持有。当前日本央行的总资产规模将近 800 万亿日元，而日本广义政府债券规模将近 1200 万亿日元，其中有 600 万亿日元被日本央行所持有。可见，中国当前的国债规模远远不够，尚无法成为中央银行的主要资产。

因此，我们依然建议在未来很长一段时期内要适度增加中央政府预算赤字，增加国债规模。既有利于短期内更为积极的财政政策，加大逆周期调控力度，更有利于改善中央银行资产负债表，构建具有中国特色的现代金融体系。

（四）金融部门杠杆率回升

2024 年一季度，资产方口径下的金融杠杆率从 2023 年末的 52.5%升至 53.6%，上升了 1.1 个百分点；负债方口径下的金融杠杆率从 2023 年末的 67.2%升至 68.8%，上升了 1.6 个百分点。金融杠杆率持续提升，但幅度有限。

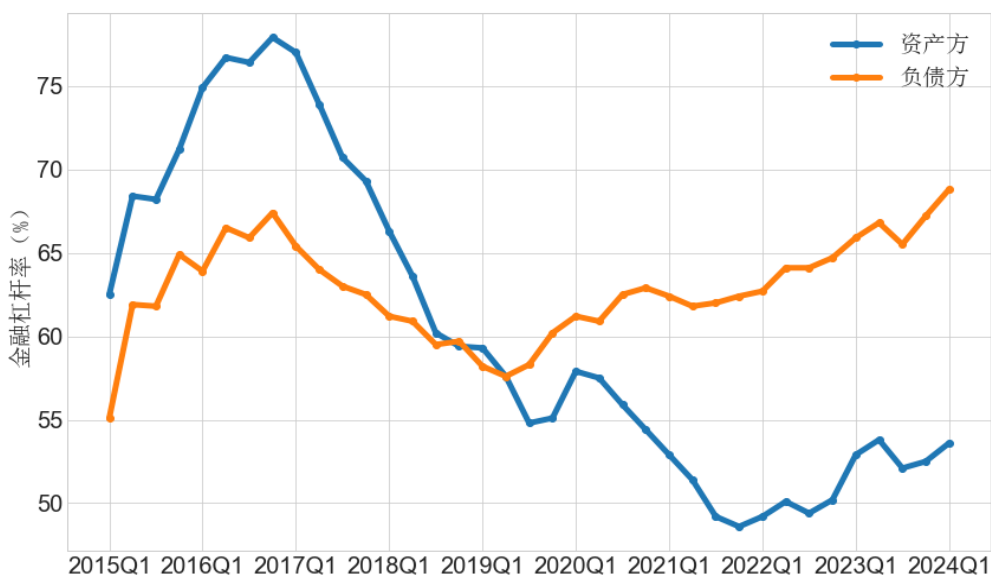


图 18 宽口径金融部门杠杆率

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。

1. 商业银行资产负债表扩张速度下降

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。首先，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。其次，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。尽管货币政策较为积极，但实体经济融资意愿不足，压制了金融杠杆率的上升。

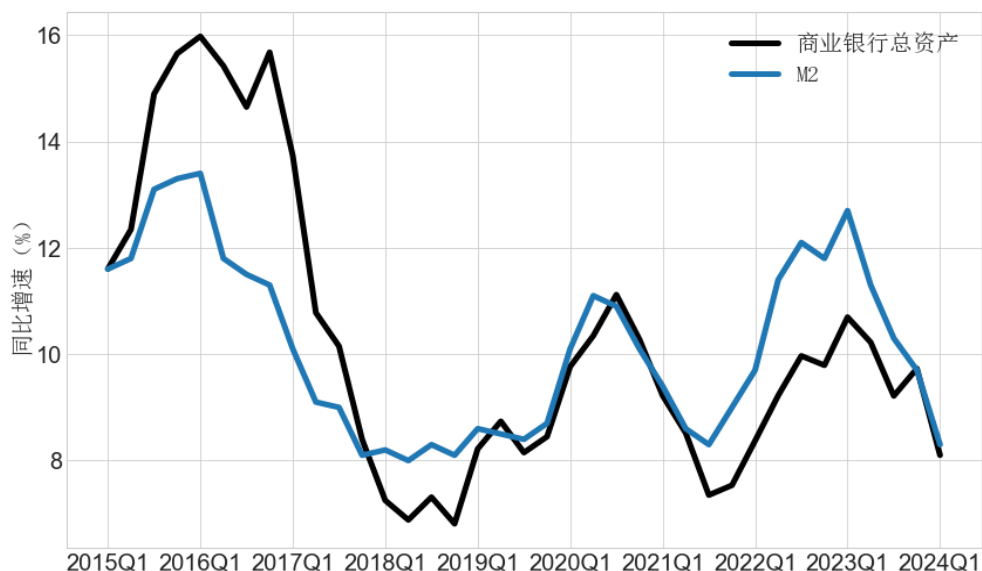


图 19 银行资产负债表及货币增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2. 金融机构间债务规模占比平稳

银行间同业贷款及商业银行向影子银行提供的资金规模在商业银行资产负债表中的占比基本保持稳定。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。到 2022 年后，这一比例触底并已经连续两年多保持平稳。由于经济下行等因素，金融杠杆率在短期内可能还会有一个缓慢的上升，但长期来看将保持稳定的趋势。

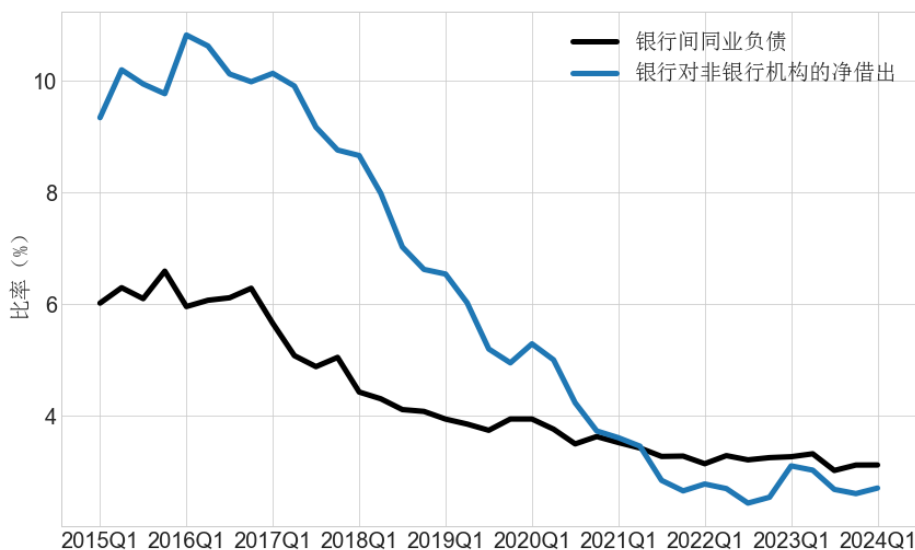


图 20 银行间同业贷款及银行向影子银行的净借出在商业银行资产负债表中占比

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

三、锚定物价目标，继续为“名义”而战

2024 年一季度经济复苏有所起色，但名义 GDP 增速与实体经济债务增速的差距仍然导致宏观杠杆率较快攀升。保持债务增速是防止资产负债表衰退的重要举措，但宏观杠杆率上升较快仍然值得关注。我们上季度宏观杠杆率报告提出“为‘名义’而战：当前问题关键在于名义经济增长”，现在看来，这个战斗还要持续下去。要加大宏观政策的逆周期调节力度，着力提升物价水平，进而将名义 GDP 增速曲线维持在实际 GDP 增速曲线的上方。这才是促进经济持续复苏、保持宏观杠杆率相对稳定的基本方略。

（一）货币政策：锚定物价目标，加大逆周期调节力度

2023 年四季度的货币政策执行报告调整了对货币政策目标的表述，要“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。这一表

述的内在逻辑是将名义经济增速分解为实际经济增速及通胀预期目标。根据近年来的政府工作报告，大部分年份居民消费价格预期目标都是 3%左右，而如果经济增长目标是在 5%左右的话，则信贷增速目标应是 8%左右。但如果从实际情况来看，3%左右的通胀率是较难实现的，这本身取决于经济增长能否回归到潜在增速上。并且 8%左右的债务增速在短期内也显得过低，没有体现出逆周期货币政策的特征。

虽然从现实情况看，货币政策有效性并不算强，但货币政策仍具有较大的宽松空间。我们比较中美两国最主要的政策利率，中国的 7 天逆回购利率自 2000 年至今，最低利率为 1.8%，最高利率为 4.4%。而美联储的联邦基金目标利率，自 2000 年至今最低为 0.25%，最高为 6.5%。美国政策利率的波动性也远高于中国央行。

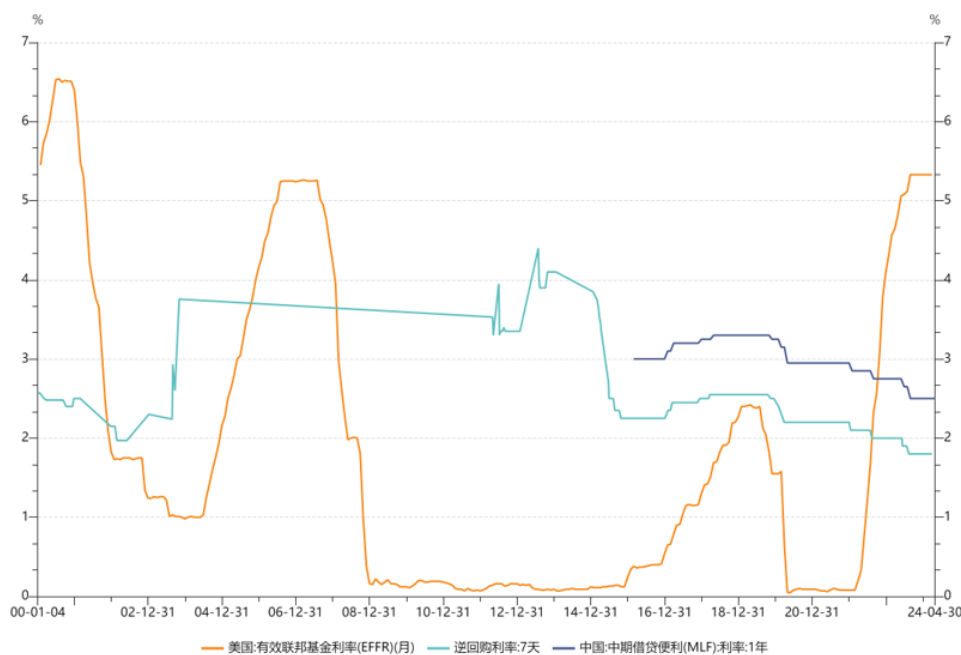


图 21 中美两国政策利率比较

资料来源：中国人民银行、美联储、Wind；国家资产负债表研究中心。

建议货币政策锚定物价目标（如 3%的通货膨胀率），加大逆周期调节，更大幅度降息。以货币政策目标引导实体经济的准确预期，例如为达到 3%的通胀目标将持续引入各类宽松的货币政策工具，提升对 M2、社融及实体经济债务增速的预期。促进预期修复是经济复苏的关键。

（二）财政政策：政策加码与改革深化两手抓

中央经济工作会议提出“实施积极的财政政策，谋划新一轮财税体制改革”，明确了政策加码与改革深化两手都要抓。2024年的《政府工作报告》再一次就“要谋划新一轮财税体制改革”做出战略部署。十八大以来，我国在建立现代财税体制改革上取得了一系列重要进展，尤其是对地方政府隐性债务的治理，压制了地方政府债务冲动，降低了政府债务风险。在新时代，应不断深化改革，以改革为经济发展提供不竭动力。同时在宏观经济复苏较为缓慢的情况下，也应加大财政政策宏观调控的力度。财政政策的改革和调控要两手抓，两手都要硬。

改革的重点在于进一步理顺“央地关系”，适度减少地方政府事权，减小地方政府的资金支出责任，由中央政府更多承担宏观经济调控和战略性的产业发展任务。建议在未来几年保持地方政府新增债务限额，同时降低地方政府支出责任。让地方政府有更多的资金解决其隐性债务问题，并严格限制新增隐性债务，实现经济的长期良性发展。

在深化财政改革的同时，短期内更要加强财政政策宏观调控职能，加大积极财政政策的宏观调控力度。以财政赤字率来观察财政政策在逆周期宏观调控中的力度。我们发现自2000年以来，美国的联邦政府实际赤字率最低为2000年的-2.3%（即财政盈余率为2.3%），最高为2020年的14.7%，中间跨越了17个百分点。而反观中国，财政赤字率最低为2007年的-0.2%，最高为2023年的3.9%，财政赤字率的波动幅度远远小于美国。即使加上不计入财政赤字的特别国债、地方政府专项债和新增地方政府隐性债，中国的财政赤字率也不超过10%的水平。可见中国的财政政策较为保守，在宏观调控中力度非常有限。在当前实际增速低于潜在增速的阶段，应加大财政政策宏观调控的力度。

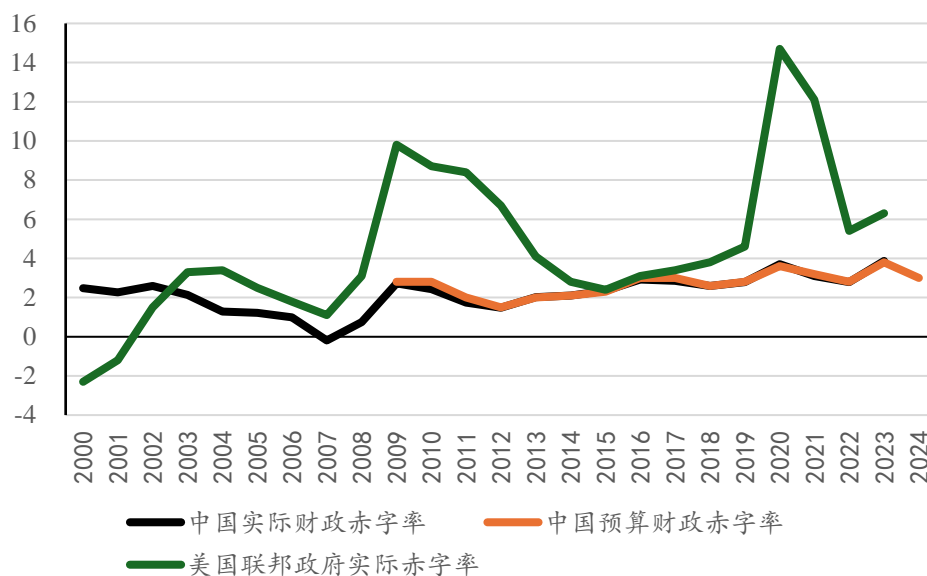


图 22 中美两国财政赤字率的比较 (%)

资料来源：CEIC；国家资产负债表研究中心。

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。