



NI=FD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融專報

2022 年第 44 期 总第 183 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 11 月 29 日

经济恢复向好 杠杆率逐步企稳

——2022 年三季度中国杠杆率报告

张晓晶 刘磊

- 2022 年三季度的宏观杠杆率从二季度末的 273.1% 上升至 273.9%，共上升 0.8 个百分点，前三季度共上升了 10.1 个百分点。经济企稳是三季度宏观杠杆率企稳的主要原因。如果经济增速基本保持稳定，四季度的杠杆率仍将基本稳定（甚至有所回落），全年杠杆率增幅在 10 个百分点左右，符合之前报告的预期。
- 居民部门和非金融企业部门贷款增速仍在历史低位，居民储蓄率继续上升，民营企业的投资需求不足，私人部门在债务扩张上愈发保守。地方债务的全年新增额度在上半年

已经基本用完，三季度地方政府杠杆率下降了 0.3 个百分点。专项债的加快发行带动了基建投资复苏，但由于土地出让金大幅下滑，未来一段时间地方政府支出压力仍然较大。

- 应警惕金融周期的见顶回落。在金融周期见顶的过程中，常规逆周期宏观政策有效性减弱，建议在短期内加大政策力度恢复市场信心，长期则应坚持“结构性去杠杆”实现债务和产能的出清。

一、总判断：经济恢复向好，杠杆率逐步企稳

2022 年三季度宏观杠杆率上升了 0.8 个百分点，从二季度末的 273.1% 上升至 273.9%；前三季度共上升了 10.1 个百分点。同时，二季度 M2/GDP 上升了 0.5 个百分点，从二季度末的 219.4% 升至 219.9%；存量社会融资总额与 GDP 之比也上升了 1.1 个百分点，从二季度末的 284.1% 升至 285.2%。

从杠杆率上升的态势来看，三季度的上升幅度较为有限，基本符合我们之前对 2022 年宏观杠杆率上升态势“前高后稳”的判断。上半年宏观杠杆率共上升了 9.3 个百分点，三季度仅上升 0.8 个百分点，结束了快速增长趋势。三季度宏观杠杆率企稳主要有三方面原因。一是居民和企业部门债务增速仍然未见起色。居民的消费贷款和住房贷款增速仍处于较低水平，非金融企业部门在债务扩张的行为上偏于保守，上半年用短期票据增加企业贷款的现象也受到抑制。二

是地方政府债务额度在上半年已经基本使用完毕，下半年的新增发行量非常有限，不会拉动政府杠杆率提升。三是三季度的经济增速有所恢复，二季度实际 GDP 和名义 GDP 的季度同比增速分别为 0.4% 和 3.9%，三季度则分别恢复到 3.9% 和 6.1%。我们预计这三点原因仍然是决定四季度宏观杠杆率走势的最重要因素，四季度的杠杆率仍将基本稳定，甚至有所回落。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民杠杆率仍保持平稳

2022 年三季度居民部门杠杆率上升了 0.1 个百分点，从二季度末的 62.3% 上升至 62.4%，前三季度共上升了 0.2 个百分点，已经连续 9 个季度在 62% 的水平左右小幅波动。三季度的居民债务增速进一步下降到 7.2%，再创新低；其中短期消费贷和房贷的存量规模增速分别仅为 2.1% 和 5.0%，只有个人经营贷还维持在 16.1% 的高位。在总收入的增速下降且未来经济增长不确定性较大的环境下，居民部门主动去杠杆的意愿较强。居民消费增速和房地产交易量都较为低迷，也限制了居民加杠杆的行为。

1. 个人经营贷不断发力，稳定了居民部门杠杆率

居民贷款增速继续下降，是本世纪以来的最低值。三季度末居民贷款增速从二季度的 8.1% 降至 7.2%，仍处于增速持续下行的通道中。居民部门债务收缩已经呈现出非常明显的趋势，消费贷款和住房贷款的增速都已经降至个位数。三

季度的房贷（以居民中长期消费性贷款的指标替代）和短期消费贷仅增长了 5.0% 和 2.1%。而个人经营性贷款自 2021 年开始已经超过了房贷增速，在居民债务中占比不断提高，今年三季度末个人经营性贷款同比增速达到 16.1%。个人经营性贷款不断发力，在促进经济复苏及调节经济结构等方面起到一定作用，也稳定了居民杠杆率。

2. 住房贷款利率和规模增速共同下降

在资金供给端，商业银行对住房贷款的资金供给较为充裕，几次降息后的住房贷款利率也降至 2016 年初的较低水平。今年二季度个人住房加权平均利率降至 4.62%，季度的首套平均房贷利率更是降至 4.39%。在居民部门主动加杠杆买房的意愿有限的环境下，降低住房借贷成本有助于稳住经济和房价，也有助于降低居民利息负担，提高居民的实际可支配收入。在利率下行的同时，多个地区的住房限购限贷政策也都在有所放松，共同支持房地产市场的稳定。

住宅价格和住房贷款增速基本保持同步，近年来逐渐下台阶。占居民债务主体的是房地产抵押贷款，2022 年二季度末约为 53.1 万亿元。自 2016 年末房地产贷款增速达到 38% 的顶峰后，逐渐下台阶，自 2022 年开始同比增速下降到 10% 以下。这是居民杠杆率近两年来不再上升的最主要原因。从历史趋势上看，房地产贷款增速与住宅价格增速基本保持同步周期。今年 9 月百城住宅价格的同比增速已经降至 0.15%

的低位，三线城市已经连续两个季度同比负增长，相应的住房交易规模也处于低位，房地产周期向下的态势较为明显。居民部门也更趋于保守，对房地产贷款较为谨慎。

（二）非金融企业杠杆率增幅回落

2022 年三季度非金融企业部门杠杆率上升了 0.5 个百分点，从二季度末的 161.3% 上升至 161.8%；前三季度共上升了 7.0 个百分点，已经连续三个季度上升，接近 2021 年一季度时的水平。上半年企业债务增速的主要动力来自于企业的短期票据融资大幅增长，这一现象在三季度有所缓解，企业中长期贷款增速提高，但企业主动融资的意愿仍然非常有限。当前银行信贷资金利率已经降至非常低的水平，货币政策立场的宽松是带动企业杠杆率持续三个季度上升的主因。

1. 贷款利率下行，资金供给充裕

贷款利率持续下行，货币政策偏于宽松。今年 8 月央行 LPR 利率再次下行，1 年期 LPR 降至 3.65%，5 年期 LPR 降至 4.30%。与之相伴随的是各类贷款利率持续下行，二季度的票据融资加权平均利率已经低于 2%，降至 1.86%；企业贷款加权平均利率也降至 4.16%，比上年同期低 34 个基点。货币政策宽松的力度较大，企业也更容易获得较为低廉的资金，有利于为实体经济降低成本。

票据融资回落，中长期贷款增速提高。前两个季度的报告中，我们重点关注了企业贷款融资中的结构性变化，上半

年企业的票据融资规模有较大幅度上升，二季度末的同比增速达到 39.4%；而中长期贷款的增速是回落的，二季度末同比仅为 12.0%。我们将这一现象归结为银行主动扩大资金供给，但企业投融资意愿并不强烈，最终只能靠票据融资来完成银行短期的信贷考核。这一扭曲的结构在三季度有所好转，三季度末票据融资增速降至 34.7%，而中长期贷款增速提高至 12.6%，贷款结构更趋健康。

2. 稳住企业投资是稳住经济大盘的关键

房地产投资持续负增长的情况下，基建投资是拉动经济复苏的龙头。前三个季度固定资产投资增速为 5.9%，比前两个季度稍有下降；其中房地产投资同比增速为-8.0%，缺口进一步拉大；基建投资同比增长 11.2%，是维持总投资保持基本稳定的最重要因素，也是拉动经济复苏的龙头；制造业投资与前两个季度基本持平。房地产投资目前处于周期性下行与趋势性下行叠加的阶段，短期受到经济周期及部分限制政策的影响，长期则是城市化进程接近尾声导致的房地产投资需求趋势性下降。

全球经济下行风险加大也对国内投资和企业杠杆率形成掣肘。根据 IMF 的预测，2023 年全球经济增速将从 2022 年的 3.2% 下降到 2.7%，甚至有 25% 的可能性降至 2%，出现负增长的概率超过 10%。与之相伴随的还有通胀压力加大带来货币宽松的政策空间非常有限，而名义利率不断上升也很

有可能带来资产价格的回落，进一步引发金融风险。美元的持续加息增加了资金向美国回流的压力，人民币汇率也将持续承受贬值压力，这也进一步限制了中国货币政策宽松的空间。如果未来几个季度中国的经济增速不能逐步恢复到潜在增长水平，同时靠债务拉动的增长模式难以转变，明年宏观杠杆率仍可能较大幅度上行。因此，当前至为关键的是恢复投资特别是民营经济投资，以市场内生活力稳住经济大盘。

（三）政府杠杆率总体微升，地方政府杠杆率下降

2022 年三季度政府部门杠杆率上升了 0.2 个百分点，从二季度末的 49.5% 上升至 49.7%，前三季度共上升了 2.9 个百分点。其中，中央政府杠杆率上升了 0.5 个百分点，从二季度末的 20.1% 上升至 20.6%，前三季度共上升了 0.4 个百分点；地方政府杠杆率下降了 0.3 个百分点，从二季度末的 29.4% 下降至 29.1%，前三季度共上升了 2.5 个百分点。上半年地方政府债务额度已经基本发行完毕，下半年政府债务上升空间主要集中于中央政府债务以及地方政府债务限额与实际债务余额之间的缺口，总体空间较为有限，预计四季度政府部门杠杆率仍将保持平稳，甚至有所下降。在私人部门投资和消费动力都较为有限的情况下，政府部门需要多措并举拉动经济增长尽快恢复到潜在增速的轨道之中。

1. 地方债已基本发行完毕，国债尚有一万亿增长空间

三季度地方政府债务基本稳定，地方政府杠杆率出现负

增长。2022 年新增地方政府专项债限额 3.65 万亿，新增地方一般债限额 7200 亿元。今年上半年二者已经分别增长了 3.57 万亿和 7149 亿元，基本用完了全年的新增额度，第三季度的地方政府债务余额与二季度末基本持平，地方政府杠杆率也由此下降了 0.3 个百分点。2022 年新增国债限额 2.65 万亿，上半年实际余额仅上升了六千亿，三季度末相比二季度末上升了约一万亿元，由此拉动中央政府杠杆率在三季度上升了 0.5 个百分点。预计四季度还将增加约一万亿元中央政府债务，地方政府债务余额仍将保持稳定，政府杠杆率也将保持稳定，甚至有所下降。

2. 土地出让金下降制约地方政府支出空间

土地出让金收入不及预期，地方政府收支缺口加大。今年前三季度地方政府土地出让金收入仅为 3.85 万亿元，回归到 2018 年之前的水平。根据《2022 年预算草案报告》，2022 年地方政府性基金预算本级收入要增长 0.4%，按照 2021 年全年土地出让金收入达到 8.7 万亿元计算，目前仅完成了全年预算的 45%。受房地产市场下行的影响，很难完成年初的预算，也为地方政府支出带来较大压力。前三季度地方政府性基金支出仍然同比上涨了 10.6%，填补缺口的资金来源主要是往年政府性基金的结余资金、今年金融机构向政府性基金上缴利润，以及地方专项债资金。由此也对地方专项债发行形成较大压力，全年新增专项债限额为 3.65 万亿，而今

年政府性基金也相应少收了 3~4 万亿元。从表面上看，今年新增债务限额与 2021 年基本持平，还维持着宽松的政策立场，但如果考虑到房地产市场萎缩对地方政府收入造成的负面影响，当前的宽松力度并不算高。

3. 地方政府债务风险仍在积累中

地方政府的债务积累通过基建投资拉动经济增长，但整体经济复苏态势并不稳固，地方政府收入下滑也会增加地方政府债务的风险。基建投资略有起色，前三季度同比增长了 11.2%。疫情的冲击在财政的收入端和支出端同时产生负面影响，地方政府维持必要支出的压力越来越大。尽管目前地方政府各类隐性债务、城投债等金融资产还维持着刚性兑付的预期，但随着地方政府收支缺口的进一步拉大，相关政府性债务风险也会加大。当前估算的地方政府隐性债务约有 30~50 万亿元，自 2017 年结构性去杠杆以来有所下降，但由于新增隐性债务的通道减少，地方政府的资金来源也更为受限。

短期内还需更为积极的财政政策，特别是通过中央政府的加杠杆来补位私人部门的资产负债表收缩。

（四）金融杠杆率基本持平

2022 年三季度，资产方统计的金融杠杆率下降了 0.7 个百分点，从三季度末的 50.2% 下降至 49.5%，前三季度共上升了 0.6 个百分点；负债方统计的金融杠杆率保持稳定，仍

维持在 64.2% 的水平，前三季度共上升了 1.5 个百分点。

今年货币政策总体处于宽松的立场。一是通过 LPR 利率带动市场利率持续下行。二是降低了存款准备金率，为商业银行提供了更多的信贷空间。三是新设了多项结构性货币政策，为科技创新、普惠养老和交通物流等方面的投资降低成本。四是通过政策性银行驱动信用扩张，向现代化基建领域投放资金，补充政府资金支出的缺口。在这些因素共同作用下，前三季度的金融杠杆率有微弱的上升，但幅度并不算大，货币政策的宽松立场也起到了一定效果。

三、应警惕金融周期的见顶回落

在前期的报告中，根据宏观杠杆率的走势我们提示了居民和企业部门存在着所谓“资产负债表衰退”的压力。纵观全球主要国家的经济运行规律，资产负债表衰退是金融周期见顶回落时的普遍规律，如不从政策上加以对冲，则大概率会伴随着金融危机的发生。中国当前宏观杠杆率的绝对水平并不算高，长期较高的国民储蓄率积累了大量资产，使得中国可以承担更高的宏观杠杆率水平。可以判断，当前中国的金融周期还有上升空间，但也应在宏观政策上主动作为，避免金融周期提早见顶回落。面临资产负债表衰退压力时，常规政策操作的有效性减弱。建议采用两阶段政策措施，首先恢复信心，进而在保持宏观杠杆率稳定的基础上尽快实现对低效信贷的出清，实现结构性去杠杆。

（一）资产负债表衰退的风险

今年上半年宏观杠杆率共攀升了 10.1 个百分点，结束了 2020 年三季度以来连续六个季度的去杠杆势头。但从驱动因素来看，经济增速下行是杠杆率抬升的主因，而实体经济的债务增速并不高，尤其是私人部门债务更是比高峰时要低很多，居民债务增速创历史新低，非金融企业债务增速也不及 10%，企业的真实投融资需求并不高。如果不考虑票据融资大幅增长的影响，则企业部门的债务增速也正处于历史上最低的水平。

过去两年，中国的居民部门和非金融企业部门都出现了“资产负债表衰退”的某些迹象。尽管融资成本下降，但主动融资的意愿都不强；即使出现了收入和利润的短暂上升，也只会进一步加快还本付息的速度，降低负债，而不会增加投资。全部投资中下行最为严重的是非国有企业：前三个季度，私营企业投资同比增速仅有 3.4%，其他有限责任公司投资同比增速也仅为 4.3%。在企业部门中最值得警惕的是民营经济资产负债表衰退的风险。

（二）资产负债表衰退是金融周期见顶回落的典型特征

根据国际清算银行的研究，金融周期主要由房地产价格和宏观杠杆率这两个变量决定。国际清算银行在一项对 7 个主要工业化国家 1960 年代以来金融周期特征的研究中，总结出三条重要性质。一是房地产价格和宏观杠杆率具有明显

的同步性，二者的共同因素可用来描述金融周期。二是金融周期的时间跨度和波动幅度都远超经济周期，一个周期的平均时长为 16 年。三是金融周期的顶点普遍伴随着金融危机，对经济具有较大的破坏性。对于第三个性质，在其研究的全部样本中，所有金融危机都发生在金融周期的顶点，而所有金融周期的顶点中仅有三次没有发生金融危机，而这三次中相应国家的金融系统也经历了非常严重的紧缩。

金融周期见顶回落的两个主要标志就是信贷增速下降和房地产价格下跌，其中信贷增速下降的主要原因是私人部门主动去杠杆，即资产负债表衰退的表现。从一般意义上来说，资产负债表衰退就是在不稳定的债务扩张和资产价格上涨后，金融周期见顶，随后伴随资产价格下跌而出现的私人部门主动去杠杆过程，经济也呈现较大幅度的衰退。

中国当前私人部门主动去杠杆伴随着房地产价格见顶回落呈现金融周期见顶迹象。根据金融周期的第三条性质，在周期的顶点处，普遍会有较为严重的金融危机发生，对经济的破坏力要强于普通的经济衰退。

但如果横向比较，当前中国的宏观杠杆率在全球主要国家中并不算高；且由于长期较高的国民储蓄率，各部门在债务增长的同时也积累了较高数量和质量资产，安全性更高。当前经济所面临的一些困难也是受到了疫情冲击的影响。因此我们判断中国尚未达到本轮金融周期的顶点，在疫

情冲击减弱以及适当的宏观调控政策下，金融周期仍有继续上行的空间。关键是要采取恰当的宏观政策，避免金融周期见顶回落，陷入资产负债表衰退的危机中。

（三）常规宏观政策不再有效

为应对经济下行压力，我国货币和财政方面都适时推出了逆周期调控措施。但根据金融周期的规律，普通经济衰退时有效的宏观调控手段，在面临资产负债表衰退时并不十分有效。

对于扩张性的货币政策，其基本矛盾在于用增加债务的方式来解决由于低效债务过多而引发的风险，并不能从根本上化解风险，而只是将风险推迟了。具体表现在四个方面。一是暂时掩盖了私人部门资产负债表的脆弱性。低利率环境会抬高资产和大宗商品的价格，抬高通胀水平。二是导致信贷资源的错配，进一步降低信贷质量。宽松的货币政策会抬高风险偏好，让对债务不敏感的投资者冒险借贷，而谨慎的投资者会继续主动去杠杆。信贷错配还会导致资源错配，降低经济的潜在产出。三是掩盖市场信号，破坏市场中性原则。在一些结构性货币政策中，央行深度参与市场交易，欧美一些国家还会通过结构性货币政策来完成央行资产负债表的扩张，从而削弱市场配置资源的能力，尤其使得央行资产负债表更容易受到市场违约风险的冲击。四是压缩了银行的利差空间，降低银行的盈利能力。在利率市场化的环境中存款

利率无法持续下降，降息手段在存贷款上并不对称，宽松政策会压缩银行利差。

对于扩张性的财政政策，其根本矛盾在于资产负债表衰退会使私人部门的边际支出倾向接近于零，大幅降低了财政乘数。在正常经济衰退时期，财政政策的短期效果要好于货币政策，用政府投资可以弥补私人投资的缺口，增加居民可支配收入，使经济迅速走出衰退。但如果私人部门的目标转为修复资产负债表，企业部门企业利润上升并不能相应地带动投资，过去两年我国企业利润增速都在 10% 以上，但投资持续乏力；居民部门可支配收入增加也不会带动消费，今年以来居民住房贷款的提前还贷比例大幅提高，而消费并没有起色。

（四）应采用两阶段政策应对金融周期见顶回落

针对当前中国经济所面临的风险，宏观调控的关键在于避免金融周期见顶，应从资产和债务存量角度解决问题。结构性去杠杆的目标并不是降低杠杆率的绝对值，而是在保持总债务水平温和上涨的同时，降低无效债务，尤其是僵尸企业和地方政府隐性债务，提高信贷资源配置的效率。具体来说，相应的宏观政策可以分阶段进行。

在第一阶段，政策的重点在于迅速恢复信心，摆脱资产负债表衰退的困境，防止形成信用供给、投资和信心不足三者自我强化式的衰退。具体来说，就是用政府投资补足私人投资退出的缺口，通过扩大政府投资支出规模来提高企业营

业收入和居民可支配收入。同时要稳定住房地产市场，政府在住房保障方面承担更多责任，保持地产投资的稳定。

在稳定信心和预期的基础上，第二阶段要尽快实现政府主导下的资产负债表修复，从存量角度解决金融周期的风险。在货币政策上，提高市场中性操作，对私人部门的一些不良债务应确认损失，尽快实现债务的出清。也要降低结构性货币政策占比，避免央行深度参与市场交易而造成的扭曲。在财政政策上，用政府资产负债表扩张来支持修复私人部门的资产负债表，将私人部门“去掉”的不良债务挪到政府杠杆中来，在宏观杠杆率稳定的基础上实现结构性去杠杆。这需要在财政扩张基础上的一系列政策组合，包括对部分居民房贷的债务减免、用国债置换部分地方隐性债务，以及未来降低新增地方专项债规模的同时扩大预算内赤字率等。

避免金融周期的见顶回落，主要以财政政策发力、货币政策辅助的方式稳住信心，并用公共部门资产负债表来帮助修复私人部门资产负债表，促进债务和产能出清，实现经济的平稳较快增长。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）