

NIFD季报 主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶
刘磊

2024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、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。

实体部门债务增速创新低 宏观经济治理改革待突破

——2024 年二季度中国杠杆率报告

摘要

- 2024 年二季度的宏观杠杆率从一季度末的 294.8% 上升至 295.6%，上升了 0.8 个百分点，上半年共上升了 7.5 个百分点。实体部门债务同比增速降至 8.3%，再创本世纪新低。但 GDP 增速更低，宏观杠杆率被动上升。预计全年宏观杠杆率上升 10 个百分点左右。
- 居民杠杆率下降了 0.5 个百分点。5 月份监管当局放松了住房贷款政策，住房交易量上升，但房贷需求仍然较低。居民贷款增速降至历史低点。
- 非金融企业杠杆率上升了 0.2 个百分点。政策利率在二季度保持不变，流动性相对宽松，但企业融资需求有限。金融“挤水分”政策也降低了企业债务增速。
- 政府杠杆率上升了 1.1 个百分点。2024 年积极财政政策力度小于去年。上半年地方政府专项债的新增规模小于预期，预计三季度将是举债高峰。

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

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，宏观杠杆率继续上升	1
二、分部门杠杆率分析	4
（一）居民杠杆率上半年保持不变	4
（二）非金融企业杠杆率略有上升	7
（三）政府杠杆率继续上升	12
（四）金融杠杆率走势分化	14
三、探索宏观资产负债表管理的新路径	16

一、总判断：债务增速放缓，宏观杠杆率继续上升

我们测算 2024 年二季度宏观杠杆率上升 0.8 个百分点，从一季度末的 294.8% 上升至 295.6%。其中，居民部门杠杆率下降了 0.5 个百分点，从一季度的 64.0% 降至 63.5%；非金融企业部门杠杆率上升了 0.2 个百分点，从一季度末的 174.1% 上升至 174.3%；政府部门杠杆率上升了 1.1 个百分点，从一季度末的 56.7% 增长至 57.8%。M2/GDP 则下降了 2.1 个百分点，从一季度末的 239.5% 降至 237.4%；社融存量/GDP 上升了 0.8 个百分点，从一季度末的 306.7% 升至 307.5%。

从上半年两个季度的情况来看，宏观杠杆率已经上升了 7.5 个百分点，其中非金融企业部门上升了 5.9 个百分点，政府部门上升了 1.6 个百分点（中央政府和地方政府杠杆率都上升 0.8 个百分点），居民部门杠杆率不变。

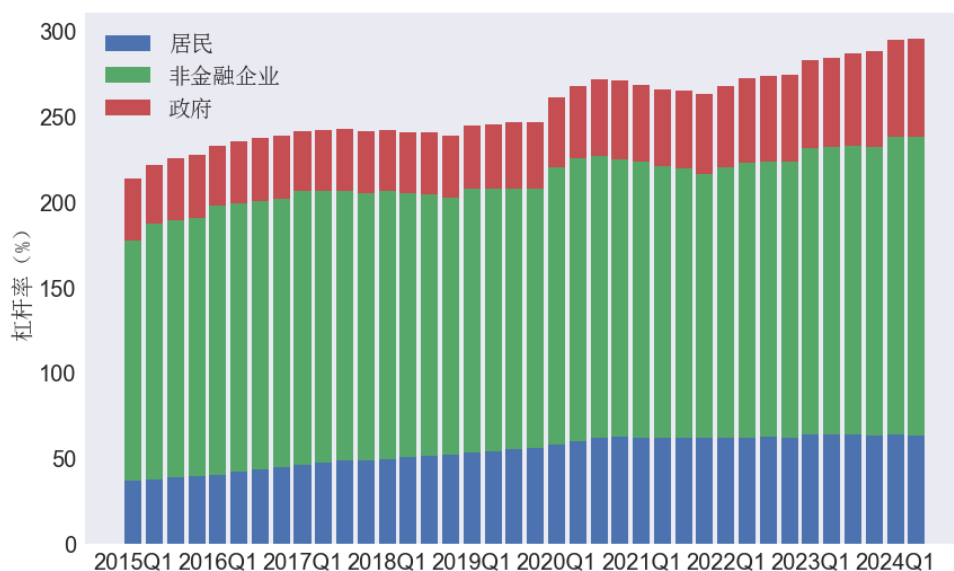


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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 年二季度的债务增速继续下行，同比增速降至 8.3%，再创 2001 年以来的新低。与之相对应，M2 增速降至了 6.2%，M1 增速为 -5.0%，社融增速也仅为 8.1%。实体经济债务中，居民、企业和政府的债务同比增速分别为 3.8%、7.8% 和 15.2%。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。在贷款利率不断下降的环境下，居民和企业的加杠杆意愿有限。政府债务虽然在二季度继续上升，但仍无法抵消私人部门债务增速的下降，导致总债务增速继续下降。

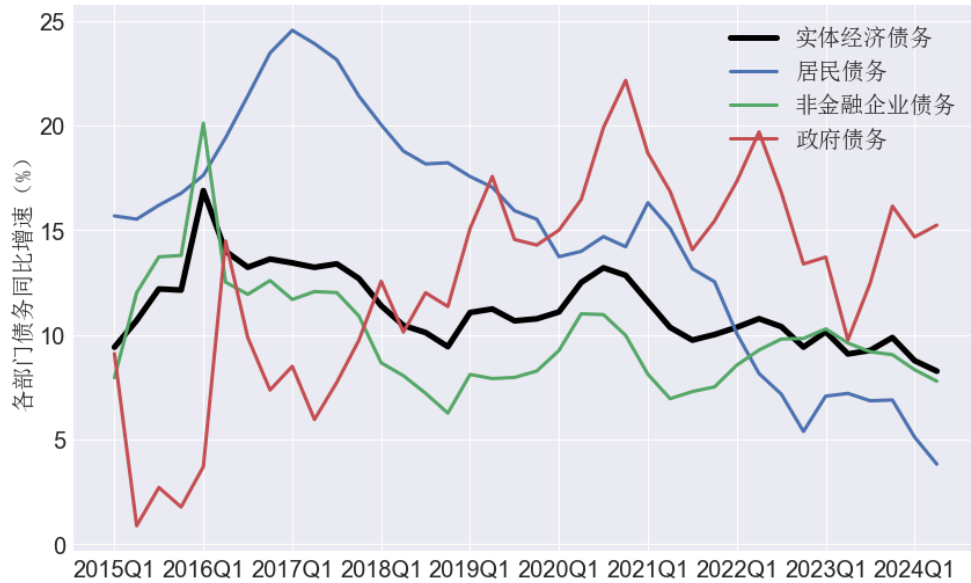


图2 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

与债务增速下降同步，名义 GDP 增速也在下降。二季度实际 GDP 同比上升了 4.7%，但名义 GDP 只上升了 4.0%。名义 GDP 增速已经连续五个季度低于实际 GDP 增速。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。2024 年上半年实际 GDP 增速为 5.0%，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。

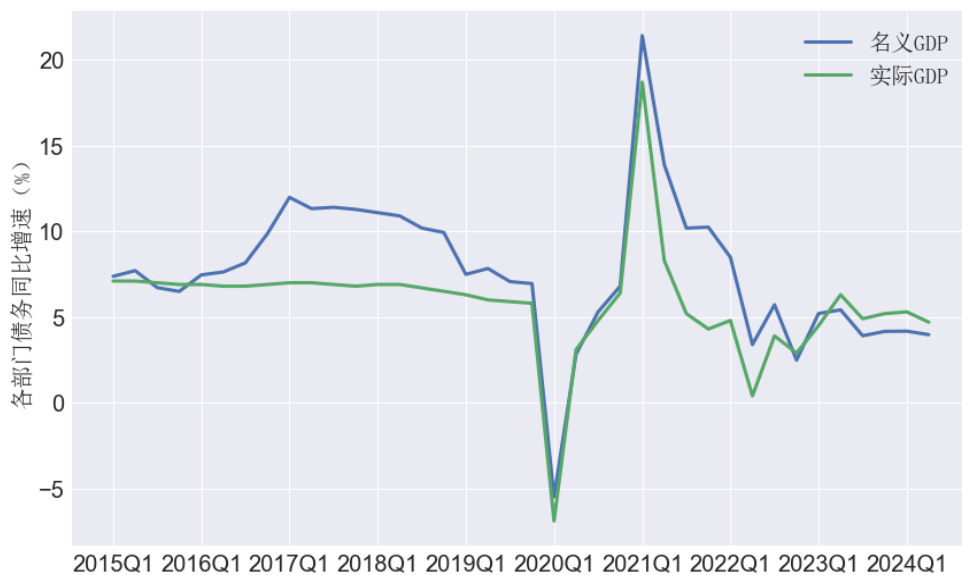


图3 实际与名义 GDP 同比增速

资料来源：国家统计局、财政部；国家资产负债表研究中心。

用名义 GDP 增速与实际 GDP 增速之差表示 GDP 缩减指数，第二季度的 GDP 缩减指数为-0.7%。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。CPI 和 PPI 同比增速都有所恢复，二季度 CPI 的平均增速为 0.3%，PPI 的平均增速为-1.6%，价格水平下降的趋势有所减缓。

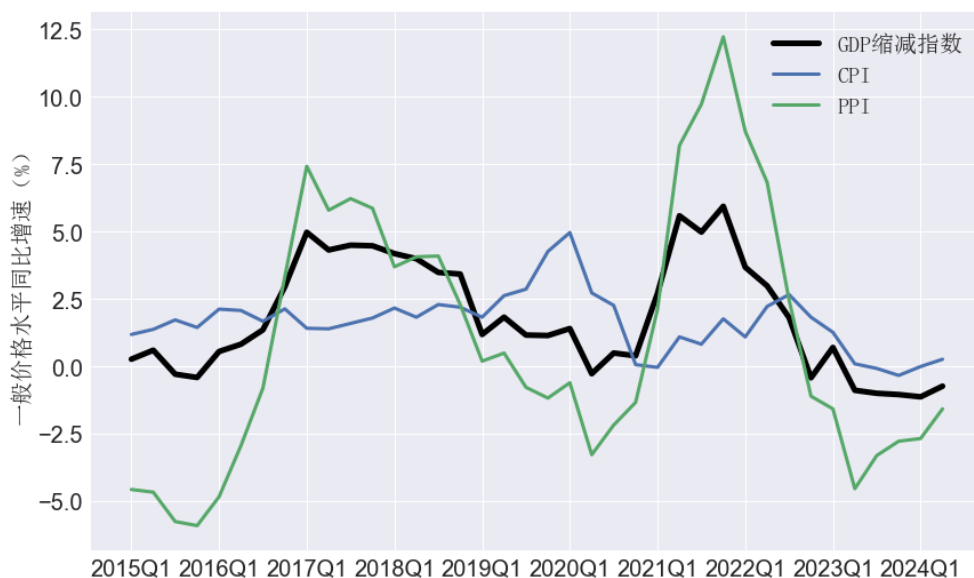


图 4 GDP 缩减指数、PPI 与 CPI

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

20 世纪 90 年代的一次持续时间最长的价格负增长发生在 1998 年二季度到 1999 年四季度，GDP 缩减指数持续七个季度为负。本次价格增速为负的时期已有六个季度，强度上还不如 1998 年那次，但在本世纪已是最大规模。

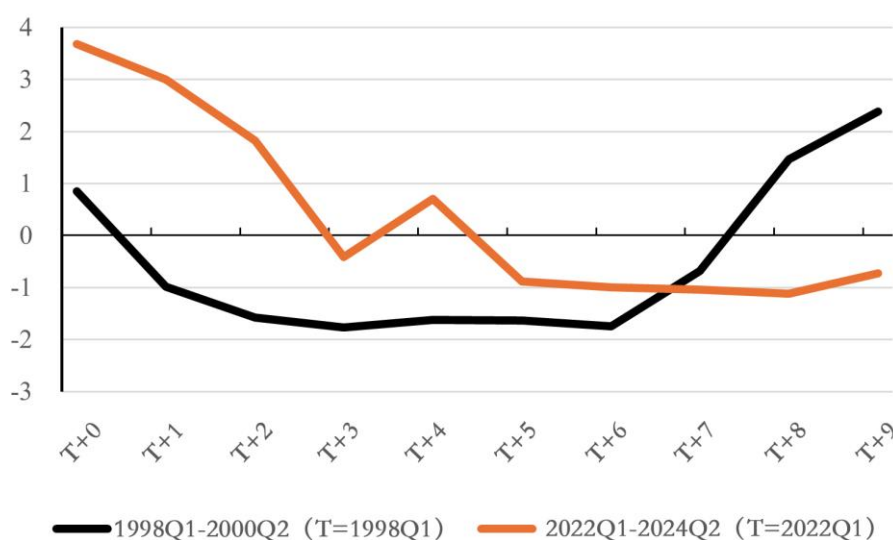


图 5 GDP 缩减指数比较 (1998-2000 年与 2022-2024 年)

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，其中上半年上升了 9.7 个百分点。2024 年上半年宏观杠杆率上涨幅度有所下降，上升了 7.5 个百分点。居民和企业部门加杠杆意愿相比去年还是在下降。虽然经济增速下行，债务增速下行得更多，杠杆率被动上升。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）居民杠杆率上半年保持不变

2024 年二季度居民部门杠杆率下降了 0.5 个百分点，从一季度末的 64.0% 下降至 63.5%；上半年居民杠杆率保持不变。2024 年 5 月监管当局调整了对房地产贷款的政策，降低房贷利率。住房交易量有所提升，但房贷需求仍然较低。居民贷款增速降至历史低点，居民杠杆率也有所下降。

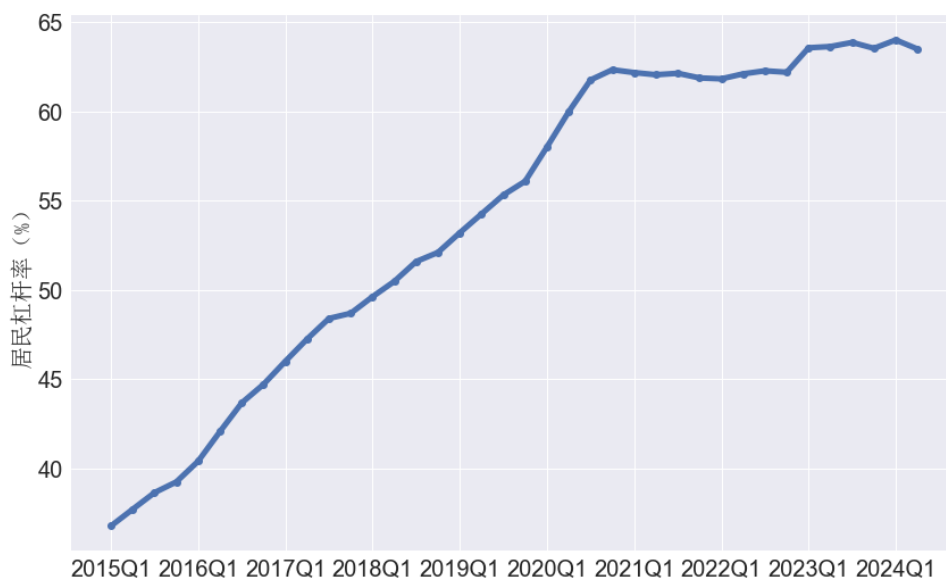


图 6 居民部门杠杆率

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. 居民债务增速降至低点

2024 年二季度，居民总贷款增速降至 3.8%，其中消费性贷款（包括房贷和普通消费贷）增速降至 0.7%。一季度的房贷增速为 -1.8%，其它消费性贷款增速为 8.4%。消费贷增速仍在下降，房贷增速自 2023 年一季度起已经持续 6 个季度负增长。个人经营性贷款增速也逐步回落，二季度同比增长了 12.2%。

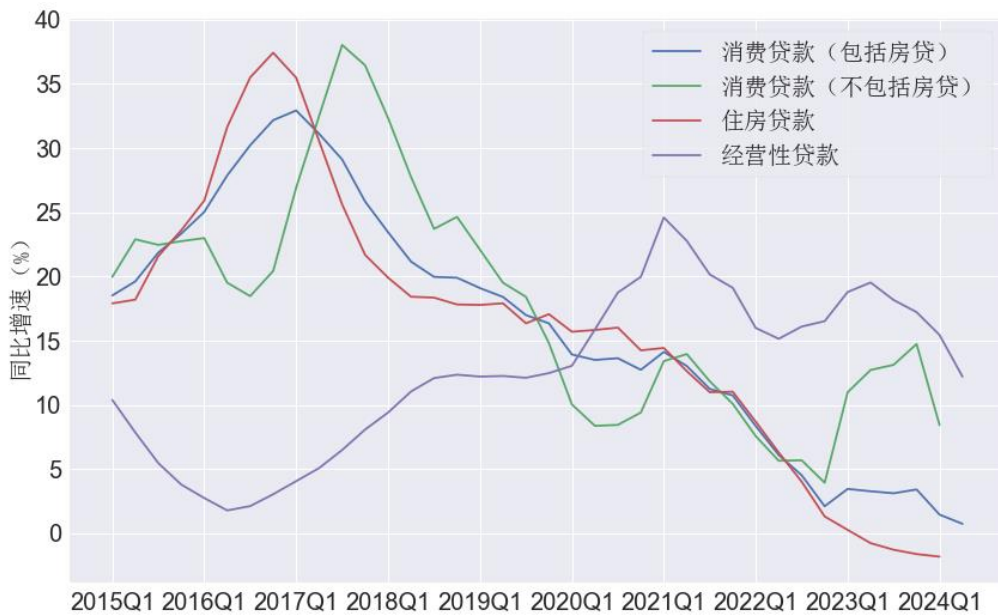


图7 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2024年5月，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布了《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，还取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。同时，个人住房公积金贷款利率也下调了0.25个百分点。住房贷款政策的松绑带来了住房交易规模的回暖。十大城市二季度商品房成交套数有所恢复，一线和二线城市在二季度商品房共成交11.12万套，相比一季度增加了近3万套的交易量。其中，一线城市成交6.36万套，二线城市成交4.76万套，一线城市的交易恢复速度非常明显。但从整个二季度来看仍然是处于历史较低水平。一线城市住宅平均价格略有回升，二三线城市房价基本稳定。积极的政策信号对房地产交易和房地产贷款的拉动作用尚未显现，政策效果有待观察。

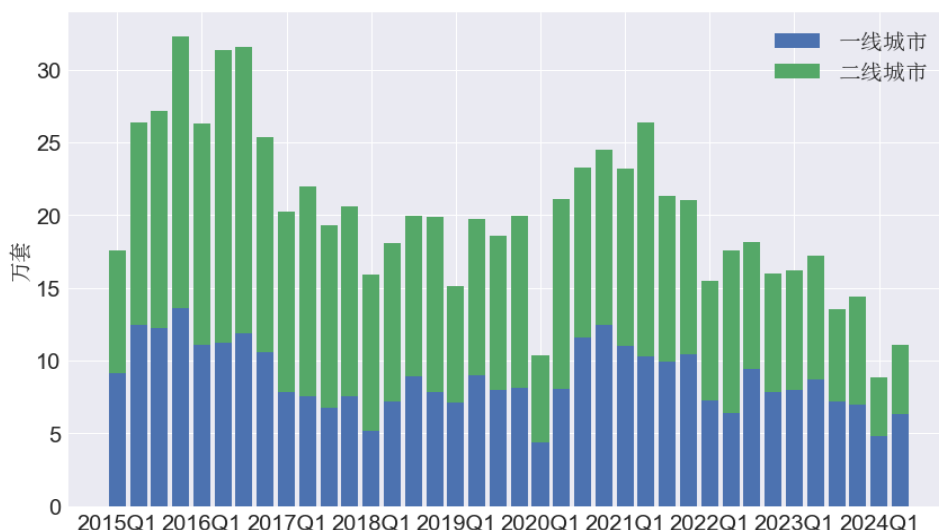


图8 十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2. 居民消费增长领先于居民收入，消费支撑经济增长

2024年上半年的全国居民人均可支配收入为20733元，相比2023年同期增长了5.4%，人均收入增速仍然是高于名义GDP增速。居民收入中的工资收入增长了5.8%，经营性收入增长了6.4%，财产性收入增长2.1%。居民收入增长领先于GDP增长，居民可支配收入占总收入的比重提高。2024年上半年居民人均消费达到13601元，相比2023年同期增长了6.8%。居民消费增速高于居民可支配收入增速，居民可支配收入增速又高于总收入增速。居民储蓄率在下降，2024年上半年的居民储蓄率降至34.4%，低于一季度的储蓄率，也低于2023年同期的储蓄率，说明居民消费在一定程度上拉动了经济增长。

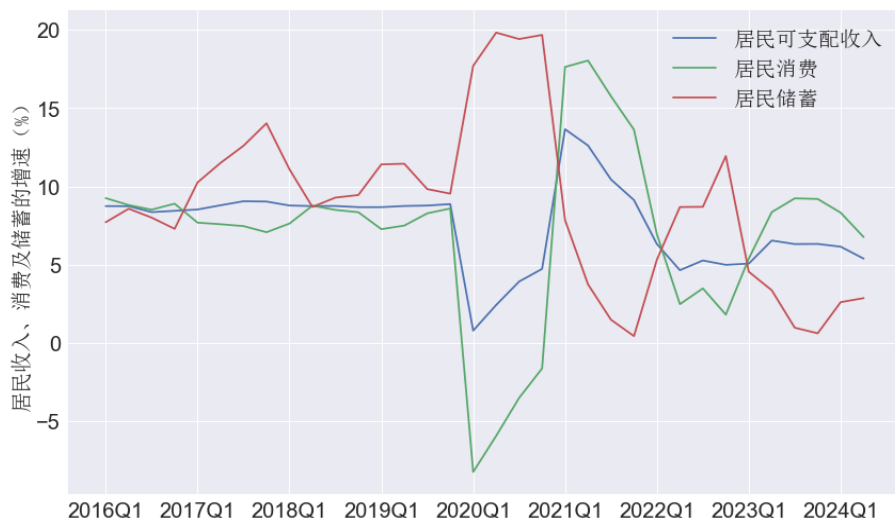


图9 居民收入和消费的同比增速

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/688075035014006116>