



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶
刘磊 曹婧

2025 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、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、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。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

政府加杠杆创本世纪新高 私人资产负债表初步修复

——2025 年一季度宏观杠杆率报告

摘 要

- 2025 年一季度宏观杠杆率大幅上升 7.8 个百分点，从 2024 年末的 290.7%提高至 298.4%，单季增幅创 2015 年以来新高（除 2020 年一季度外）。其中，政府部门加杠杆力度更是创本世纪新高，助力修复私人部门资产负债表，推动经济“开门红”。这充分体现了基于国家宏观资产负债表管理的宏观经济治理创新落地见效。
- 私人部门资产负债表修复有喜有忧。一方面，消费品以旧换新和服务消费增长较快，叠加房地产市场企稳回暖，居民部门从去杠杆转向稳杠杆。另一方面，物价低位运行导致企业陷入“增收不增利”的困境，短期贷款和票据融资冲量驱动企业部门呈现加杠杆趋势，但中长期信贷和债券融资尚未显著修复，企业内生融资需求偏弱加剧杠杆率虚高倾向。
- 下一阶段，推动宏观杠杆率再平衡面临经济内生动能复苏和国际经贸斗争升级的双重挑战，政府部门加杠杆应确保资金投向更加精准，带动居民和企业部门释放加杠杆的潜力和空间。一是政府部门继续加杠杆，推动更多资金资源“投资于民”。二是扩大服务消费，推动居民部门杠杆率企稳回升。三是从供给端完善价格治理机制，促进企业部门杠杆率“挤水分”。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社科院金融研究所所长

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

● 曹婧

中国社科院金融研究所
副研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

全球数字资产

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

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：债务总量扩张与名义增长回稳，宏观杠杆率大幅攀升	1
二、分部门杠杆率分析	3
（一）居民部门杠杆率止跌回稳	3
（二）非金融企业杠杆率较快攀升	6
（三）政府部门加杠杆力度创本世纪新高	8
（四）金融部门杠杆率下降	10
三、探索国家宏观资产负债表管理、推动宏观经济治理创新正当其时	11

一、总判断：债务总量扩张与名义增长回稳，宏观杠杆率大幅攀升

2025 年一季度宏观杠杆率上升 7.8 个百分点，从 2024 年末的 290.7%提高至 298.4%，**单季增幅创 2015 年以来新高**（除 2020 年一季度外）。其中，居民部门杠杆率上升 0.1 个百分点，从 2024 年末的 61.4%提高至 61.5%；非金融企业杠杆率上升 5.3 个百分点，从 2024 年末的 168.4%提高至 173.7%；政府部门杠杆率上升 2.4 个百分点，从 2024 年末的 60.9%提高至 63.2%。M2/GDP 上升 6.8 个百分点，从 2024 年末的 232.4%提高至 239.2%；社融存量/GDP 上升 7.6 个百分点，从 2024 年末的 302.7%提高至 310.3%。在政府债务积极扩张的带动下，私人部门资产负债表修复出现好转，居民部门杠杆率止跌回稳，非金融企业杠杆率较快增长。

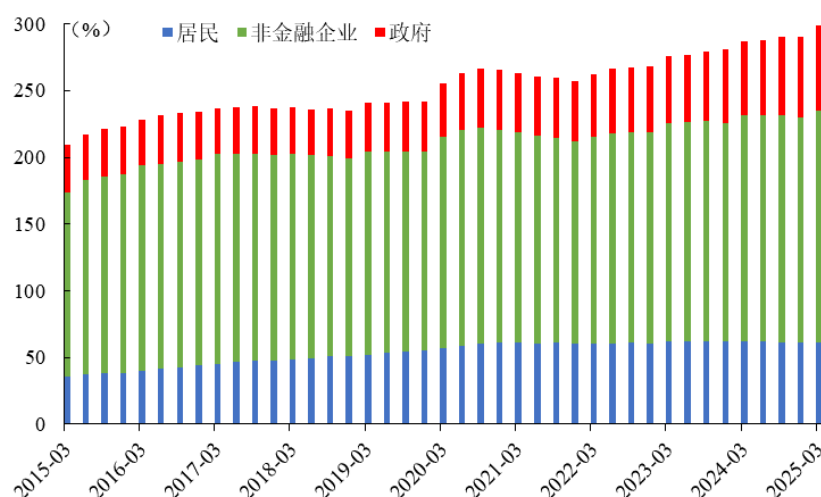


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

数据来源：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。

实体经济债务增速止跌回升。随着财政政策靠前发力和信贷需求边际修复，实体经济债务同比增速从 2024 年末 8.0%的历史低位，小幅反弹至 2025 年一季度的 8.4%。其中，居民部门债务同比增速从 2024 年末的 3.4%进一步降至 3.0%，居民加杠杆消费和购房意愿仍有待提振。企业部门债务同比增速从 2024 年末的 7.0%继续放缓至 6.9%，以中长期信贷和债券融资为主的内生融资需求依然偏弱。财政政策更加积极并靠前发力，政府部门债务同比增速从 2024 年末的 16.0%大幅上升至 19.4%，有效托底基建投资并加快隐性债务置换。

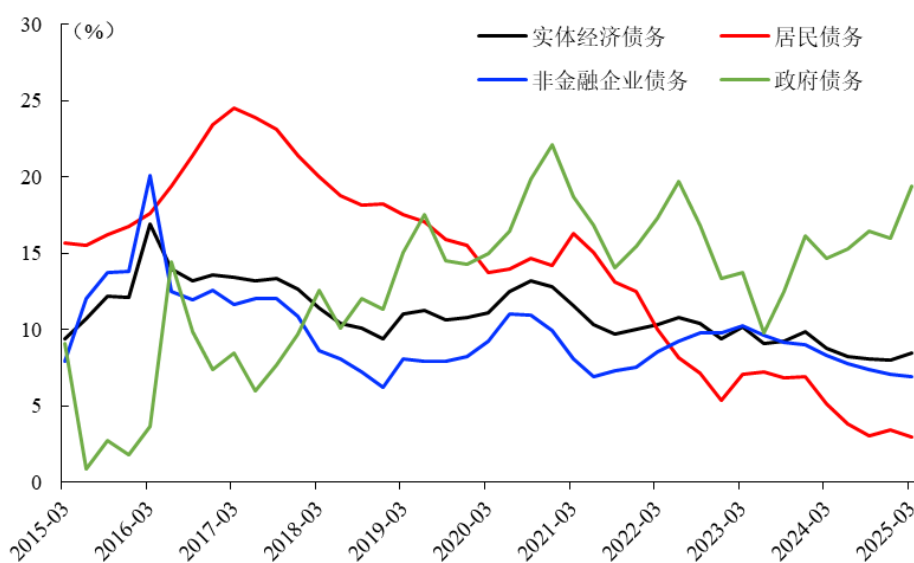


图2 各部门债务同比增速

数据来源：中国人民银行、财政部；国家资产负债表研究中心。

名义经济增速维持低位，宏观杠杆率被动上升压力减轻。2024年9月出台的一揽子增量政策有效落实，2025年以来政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，推动一季度经济开局良好，实际GDP同比增长5.4%。但**名义GDP仅增长4.6%**，与实际GDP增速之间的缺口(即GDP缩减指数)为**-0.8%**，自**2023年二季度起连续八个季度为负**，物价持续低位运行需引起重视。从名义GDP年化滚动增速(即宏观杠杆率的分子)看，一季度名义GDP滚动增长4.3%，较2024年回升0.08个百分点。实体经济债务增速与名义GDP年化滚动增速从此前的“双降”转向“双升”，分母端名义GDP增速下行造成的宏观杠杆率被动上升压力有所缓解。

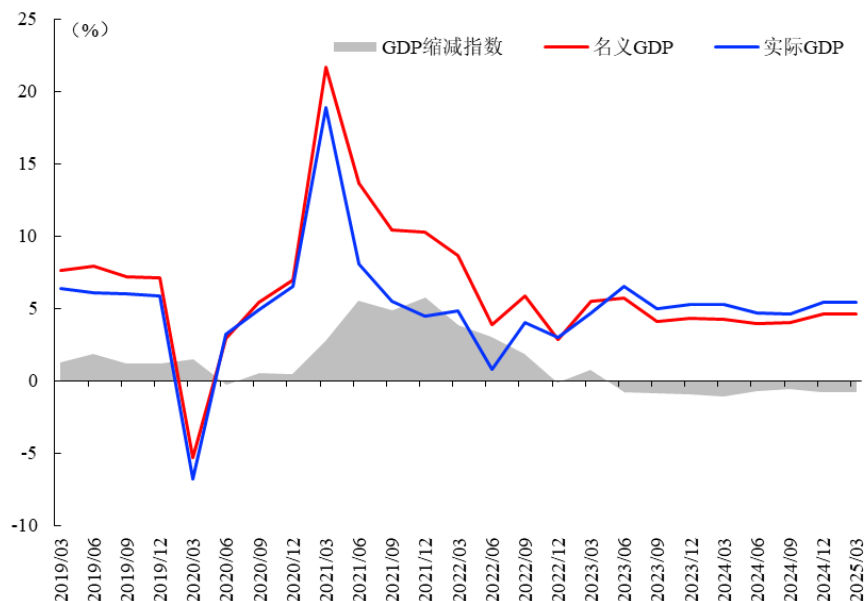


图3 实际与名义GDP同比增速

数据来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民部门杠杆率止跌回稳

2025年一季度居民部门杠杆率上升0.1个百分点，从2024年末的61.4%提高至61.5%。在大力提振消费和推动房地产市场止跌回稳相关政策的支撑下，消费品以旧换新和服务消费增长较快，房地产市场成交“量增价稳”，居民部门从去杠杆转向稳杠杆。

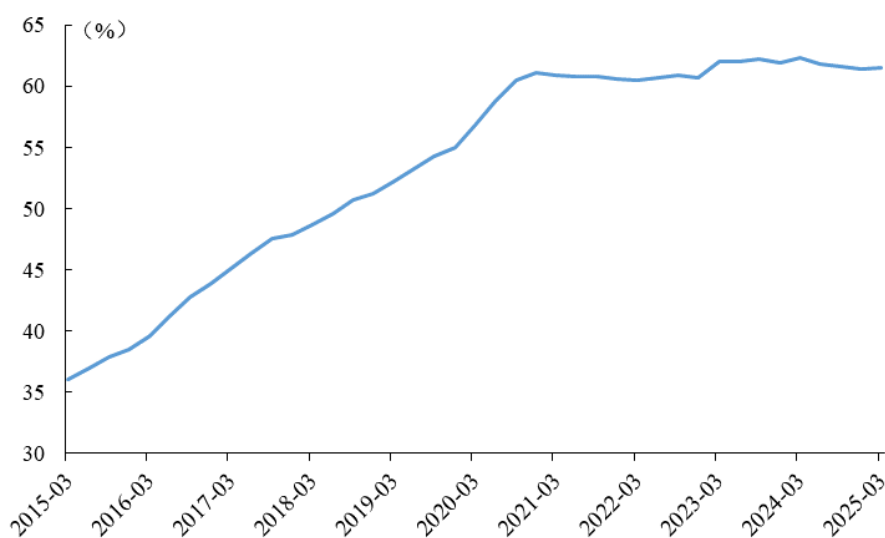


图4 居民部门杠杆率

数据来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 住房贷款降幅有望继续收窄

2025 年一季度居民部门债务增速为 3.0%，较 2024 年末下降 0.4 个百分点。其中，消费性贷款（包括房贷和普通消费贷）增速为 1.6%，较 2024 年末提高 0.3 个百分点；经营性贷款增速为 6.5%，较 2024 年末继续下降 2.6 个百分点。自 2023 年二季度起，居民房贷连续七个季度负增长，随着政策持续发力推动房地产市场止跌回稳，2024 年末房贷降幅从三季度的 2.2% 收窄至 1.3%。我们估算 2025 年一季度房贷降幅继续收窄至 0.7%，普通消费贷增速为 5.9%。

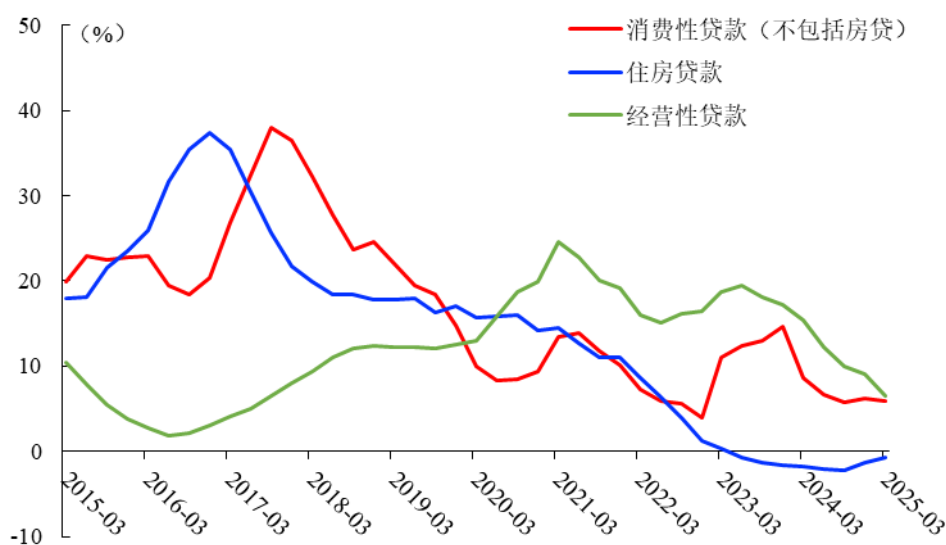


图 5 居民部门各类贷款增速

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

一季度房地产市场延续止跌回稳的积极态势，量增价稳对房贷降幅收窄形成一定支撑。从成交量看，居民购房需求稳步释放。一季度全国新建商品房销售面积、销售额分别同比下降 3.0% 和 2.1%，降幅较 2024 年收窄 9.9 和 15.0 个百分点。二手房交易活跃度显著高于新房，成为市场回暖的主要动力。从价格看，一二线城市房价率先回稳。2025 年 3 月，全国 70 个大中城市新房和二手房价格分别同比下降 5.0% 和 7.3%，降幅连续五个月收窄。一线城市新房和二手房价格环比增速延续止跌回升态势，二手房市场率先回暖通过激发潜在置换需求传导至新房市场；二线城市新房价格环比增速由负转正，企稳节奏领先于二手房价格；三线城市新房和二手房价格环比继续下跌，但降幅趋于收窄。

新房与二手房市场客群分化与功能互补，有助于更好满足居民刚性和改善性住房需求，加杠杆购房意愿逐渐提升。当前新房成交由改善性需求支撑，大户型、

高品质住宅占比较高；而二手房成交以低总价、小户型房源为主，是刚需置业的主要渠道。购房者加杠杆意愿增强有两方面数据佐证：一是房地产开发企业到位资金中，一季度个人按揭贷款同比下降 7.0%，降幅较 2024 年收窄 20.9 个百分点；二是 2025 年 3 月，以房贷为主的居民中长期贷款转为同比多增。

2. 以旧换新和服务消费支撑消费贷款增长

剔除房贷负增长的拖累后，我们估算一季度普通消费贷增速为 5.9%，主要得益于消费品以旧换新和服务消费增长较快。一方面，2025 年“两新”政策加力扩围，支持力度更大、补贴范围更广，以旧换新相关商品销售快速增长有力促进了消费回升。一季度通讯器材类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、家具类商品零售额分别同比增长 26.9%、21.7%、19.3%、18.1%，四项对社会消费品零售总额增长的贡献率达到 30.4%。另一方面，与耐用消费品以旧换新相比，服务消费不易透支未来消费能力，有利于吸纳更多就业岗位，因此《提振消费专项行动方案》强调促进服务消费提质惠民。一季度居民人均服务性消费支出同比增长 5.4%，占全部居民人均消费支出的比重达到 43.4%，比去年同期提高 0.1 个百分点。与消费结构升级相关的发展型消费增长更快，一季度居民教育文化娱乐服务、交通和通信支出分别同比增长 13.9%和 10.4%。

基于存流量视角分析，提振消费重在提高居民收入和增加财富积累。就收入流量而言，一季度居民人均可支配收入（扣除物价因素）实际增长 5.6%，与 GDP 增长基本同步。随着房地产市场和资本市场企稳回暖，居民财产净收入增速明显回升，工资性收入和经营净收入保持平稳增长。从财富存量来看，房产增值、股票收益等财富增长使得居民对未来收入预期更加乐观，从而降低预防性储蓄需求，消费信心随之增强。在房地产市场持续回暖的同时，DeepSeek 崛起引领了新一轮技术周期，在资本市场掀起一股中国资产价值重估的热潮，外资加速流入中概科技股。稳住楼市股市有助于居民部门资产负债表加快修复，从而提升消费能力和提振消费信心，支撑杠杆率企稳回升。

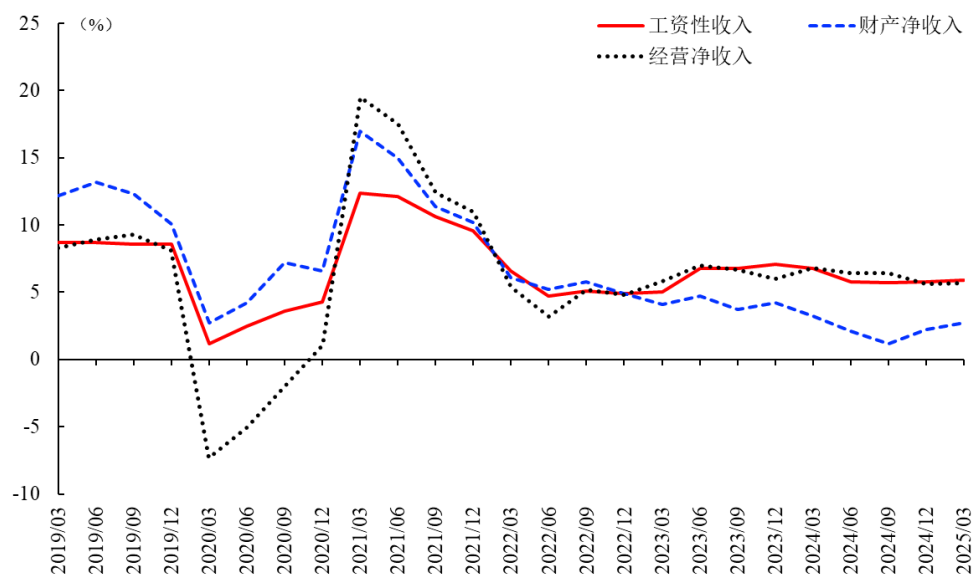


图6 居民人均可支配收入增速

数据来源：国家统计局。

（二）非金融企业杠杆率较快攀升

2025年一季度非金融企业杠杆率上升5.3个百分点，从2024年末的168.4%提高至173.7%。企业部门呈现加杠杆趋势的主因是短期贷款和票据融资冲量，而非中长期信贷和债券融资增长，因此企业债务扩张和杠杆率上升存在虚高倾向。受重点产业结构性矛盾影响，物价延续低位运行加剧企业“增收不增利”的困境，导致内生融资需求偏弱。

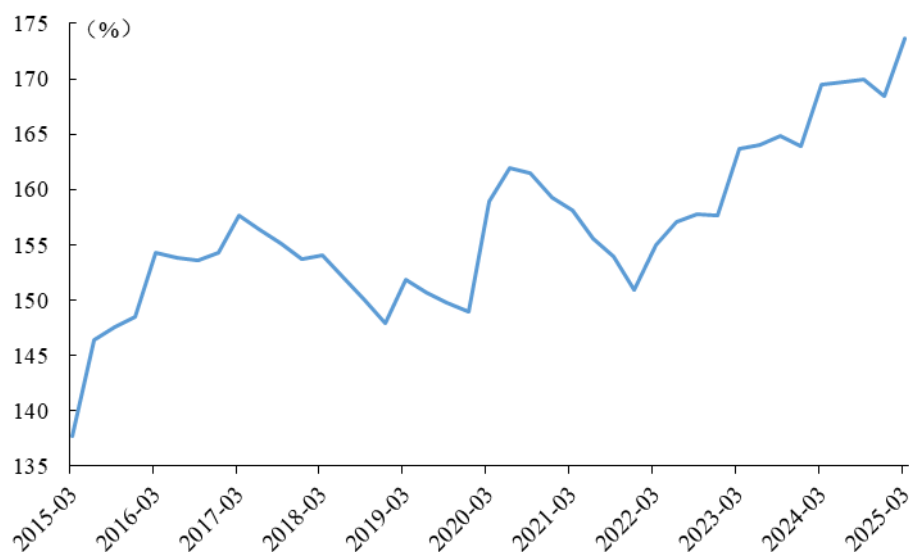


图7 非金融企业部门杠杆率

数据来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 企业部门债务增速持续下降

2025 年一季度企业部门债务增速为 6.9%，较 2024 年末下降 0.1 个百分点。信贷需求偏弱是债务增速持续下降的主要原因，企业中长期贷款自 2023 年三季度起连续七个季度同比少增。企业短期贷款和票据融资冲量特征明显，一季度同比多增 1.5 万亿元，创 2022 年二季度以来新高。企业短期贷款超预期增长主要有两方面原因：一是短期流动性管理。为应对国际经贸斗争带来的不确定性（3 月美国对华加征 10% 关税、4 月征收对等关税），外贸企业提前增加流动性储备。二是贷款对债券的替代效应。一季度股市交易活跃和政府债券发行放量导致银行间市场流动性收紧（资金利率 DR007 中枢为 2.0%，大幅高于 7 天逆回购利率 1.5%），推动短期国债收益率走高。企业发债成本抬升使其利用短期贷款替代债券融资，一季度企业债券融资同比大幅少增 4729 亿元。

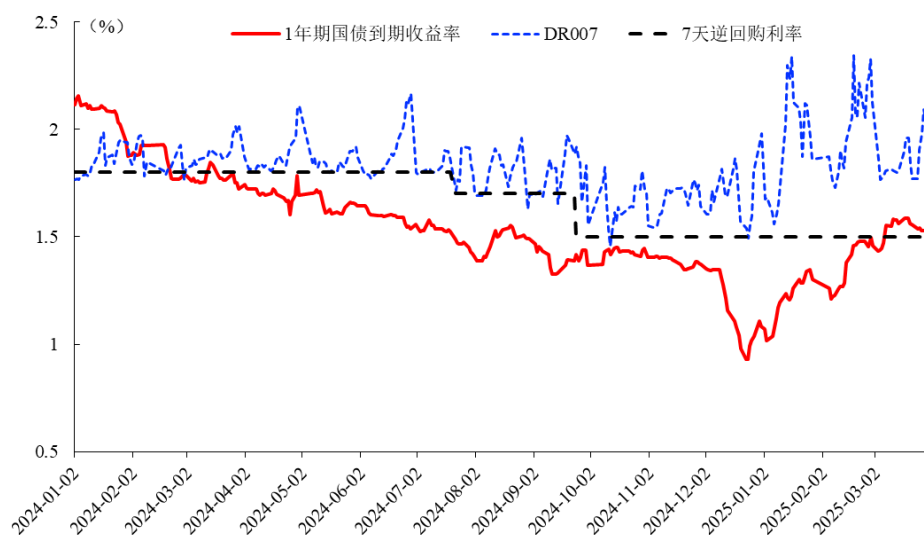


图 8 政策利率和市场利率

数据来源：中国人民银行，中国货币网，中债估值中心。

一季度企业债务扩张主要由短期贷款和票据融资驱动，以中长期信贷和债券融资为代表的内生融资需求偏弱，意味着企业部门加杠杆存在虚高倾向。企业生产性债务扩张动力不足的根源在于物价持续低位运行，企业陷入“增收不增利”的困境。2025 年 3 月，PPI 同比增长-2.5%、环比增长-0.4%，降幅较 1~2 月均有所扩大。企业“以价换量”的经营策略虽能阶段性维持营业收入稳定增长，但一季度工业企业营收利润率从 2024 年末的 5.4% 降至 4.7%，“增收不增利”抑制了企业债务扩张。

本轮物价下行压力主要受供需结构性失衡影响，也部分源于技术进步带来的通缩效应。在需求端，“两新”政策带动商品零售增长较快，服务消费存在较大发展空间。在供给端，一季度工业产能利用率从2024年末的76.2%降至74.1%，供大于需的结构性矛盾依然突出。分行业看，受新兴行业“内卷式”竞争的影响，电气机械、电子设备、汽车等中下游制造业的产能利用率降幅较大。在技术端，人工智能引领的新一轮技术革命可能造成阶段性物价下行压力。短期来看，以自动化、智能化为特征的新一轮技术革命通过提高生产效率和机器替代劳动，从而降低生产成本和产品价格。长期而言，技术进步有助于提高经济潜在增长率并创造新需求，进而抵消成本下降带来的通缩效应。

2. 企业活期存款有所改善

一季度企业活期存款同比增速为-9.0%，降幅较2024年收窄4.5个百分点。企业资金活化程度趋于改善，主要受三方面因素驱动。一是化债资金前置发行。一季度共发行1.3万亿元特殊再融资专项债和1172亿元特殊新增专项债，用于置换存量隐性债务，地方融资平台流动性压力得以减轻。二是民营企业活力增强。2月17日召开的民营企业座谈会传递了促进民营经济高质量发展的积极信号，一系列政策举措为民营企业投资创造公平的营商环境。一季度民间投资增速由负转正至0.4%，其中，制造业、基础设施领域民间投资分别同比增长9.7%和9.3%，均快于各自领域平均增速。三是房企经营状况有所改善。在房地产市场销售回暖和项目“白名单”加速落地的共同作用下，房企资金状况得到改善。一季度房地产开发企业到位资金同比增速从2024年末的-17.0%收窄至-3.7%，其中，银行贷款、个人按揭贷款降幅分别收窄3.8和20.9个百分点，反映出促进房地产止跌回稳的政策效果持续显现。

（三）政府部门加杠杆力度创本世纪新高

2025年一季度政府部门杠杆率上升2.4个百分点，从2024年末的60.9%提高至63.2%。其中，中央政府杠杆率上升0.8个百分点，从2024年末的25.6%上升至26.4%；地方政府杠杆率上升1.6个百分点，从2024年末的35.2%上升至36.8%。2025年财政政策的总基调是更加积极、持续用力且更加给力，赤字率拟按4%左右安排，比去年提高1个百分点；赤字规模5.66万亿元（中央财政赤字4.86万亿元、地方财政赤字0.8万亿元），比去年增加1.6万亿元（中央财政赤字

增加 1.52 万亿元、地方财政赤字增加 0.08 万亿元)。除预算内赤字外,拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元,比去年增加 3000 亿元;拟发行特别国债 5000 亿元,支持国有大型商业银行补充资本金;拟安排地方政府专项债 4.4 万亿元,比去年增加 5000 亿元。2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元,比去年增加 2.9 万亿元;广义财政赤字率达到 8.4%,高于去年的 6.6%,财政支出强度明显加大。

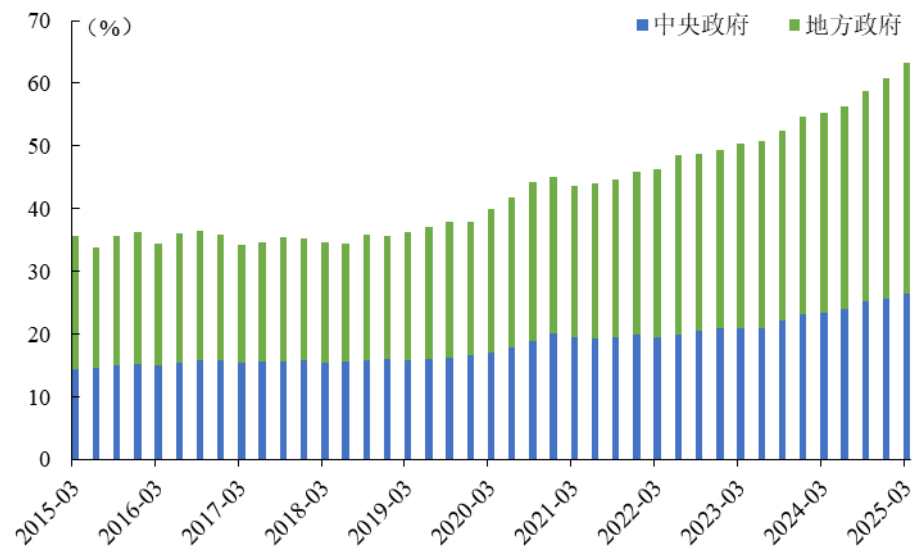


图 9 政府部门杠杆率

数据来源：财政部、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

一季度政府部门单季加杠杆幅度创本世纪新高，财政大幅扩张的政策意图不仅是托底基建投资，更在于帮助居民和企业部门修复资产负债表，使其重新提高杠杆率。一方面，中央政府加杠杆明显提速。2025 年一季度一般国债净融资 1.5 万亿元，已完成全年额度的 30.2%，发行节奏明显加快。尽管超长期特别国债于 4 月 24 日启动发行，中央财政已提前安排超 2300 亿元超长期特别国债资金支持“两重”建设，810 亿元用于消费品以旧换新，支持各地做好政策衔接以便在一季度形成更多实物工作量。在地方政府加速化债的背景下，中央财政大幅扩张有效发挥了基建投资托底作用。一季度不含电力的狭义基建投资同比增长 5.8%，增速较 2024 年提高 1.4 个百分点；广义基建投资同比增长 11.5%，增速较 2024 年提高 2.3 个百分点，中央政府加杠杆对广义基建投资形成有效支撑。

另一方面，地方政府大幅加杠杆化债。为加快推进存量隐性债务置换、解决政府拖欠企业账款问题，一季度专项债发行放量，推动隐性债务显性化。2024 年 11 月经全国人大常委会批准，2025 年可增加 2 万亿元再融资专项债、8000 亿

元新增专项债用于化债。一季度地方政府新增专项债发行 0.96 万亿元，完成全年额度的 21.8%，虽快于去年同期发行节奏，但较 2022~2023 年相对偏慢。其中，用于化债的特殊新增专项债发行 1172 亿元（完成全年额度的 14.7%），叠加特殊再融资专项债发行 1.3 万亿元（完成全年额度的 66.9%），合计化债资金规模达到 1.45 万亿元。

（四）金融部门杠杆率下降

2025 年一季度资产方口径下的金融部门杠杆率降低 0.9 个百分点，从 2024 年末的 51.2%下降至 50.3%；负债方口径下的金融部门杠杆率降低 0.8 个百分点，从 2024 年末的 70.2%下降至 69.4%。资产方口径下的金融部门杠杆率主要体现的是银行流入非银机构的信用规模。一季度银行同业融出规模下降 0.6 万亿元，同比多降 2.5 万亿元，银行间市场资金面偏紧，流动性难以传导至非银体系。随着地方政府加杠杆置换存量隐性债务，城投非标融资规模大幅压降，银行相应减少通过非银机构进行信用扩张。因此，在实体经济部门杠杆率大幅攀升的同时，金融部门杠杆率出现阶段性下降。负债方口径下的金融部门杠杆率主要体现的是非银机构流入银行的信用规模。2024 年 11 月，全国市场利率定价自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》后出现同业负债流失，一季度非银存款同比多降 1.3 万亿元，叠加央行流动性投放阶段性偏紧，造成负债方口径下的金融部门杠杆率有所下降。

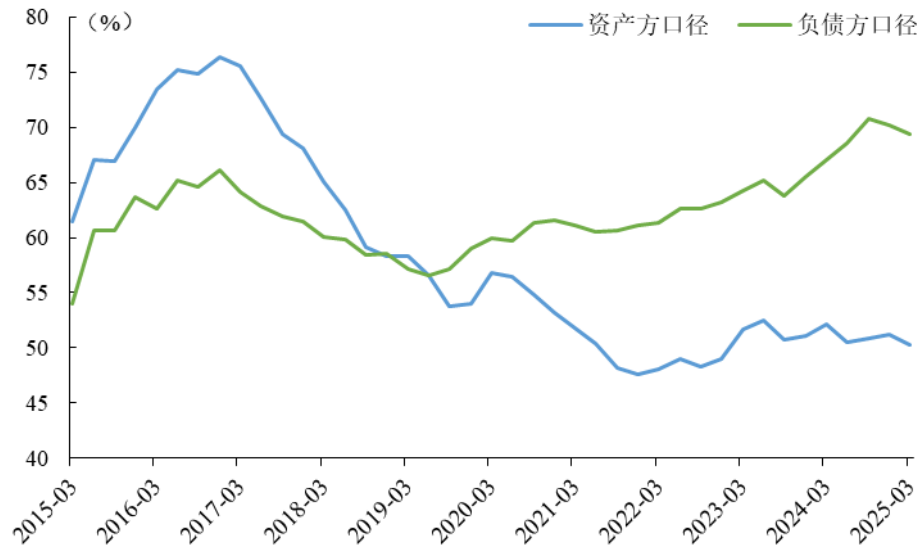


图 10 宽口径金融部门杠杆率

数据来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

三、探索国家宏观资产负债表管理、推动宏观经济治理创新正当其时

党的二十届三中全会提出探索实行国家宏观资产负债表管理，是党中央审时度势作出的重大决策。改革开放 40 多年来，经济发展的“增量”积累形成日益庞大的“存量”，经济“家底”与社会财富越来越厚实，存量对增量的影响也越来越大，我国正处于需要更加重视存量管理的高质量发展阶段。2024 年中央经济工作会议和 2025 年政府工作报告均强调，必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，是当前推动宏观经济治理创新的一个重要维度。2024 年 9 月 26 日，中央政治局会议果断部署了一揽子增量政策，从稳定资产价格和减轻负债压力入手优化各部门存量财富结构，对提振社会发展信心、推动经济回升向好发挥了重要作用。这恰恰是探索实行国家宏观资产负债表管理的有益尝试。2025 年一季度实体经济部门杠杆率企稳回升态势表明，政府部门大幅加杠杆助力私人部门修复资产负债表初显成效：一方面，在大力提振消费和推动房地产市场止跌回稳的政策支持下，居民部门从去杠杆转向稳杠杆；另一方面，在短期贷款和票据融资冲量的驱动下，企业部门呈现加杠杆趋势，但中长期信贷和债券融资尚未显著修复。

下一阶段，推动宏观杠杆率再平衡面临经济内生动能复苏和国际经贸斗争升级的双重挑战，政府部门加杠杆应确保资金投向更加精准，带动居民和企业部门释放加杠杆的潜力和空间。一是政府部门继续加杠杆，推动更多资金资源“投资于人”。2025 年政府工作报告首次提出“投资于人”，强化宏观政策民生导向，因此政府部门加杠杆的着力点应更多转向惠民生、促消费。通过完善收入分配制度和健全分层分类的社会救助体系，划转更大比例的国有资本充实城乡居民基本养老保险，加大对中低收入群体的社会保障和转移支付力度，将政府部门存量财富向居民部门适度转移，以此提振居民消费。对于受加征关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例，加大职业技能培训力度帮助劳动者转岗就业。二是扩大服务消费，推动居民部门杠杆率企稳回升。从国际比较来看，2024 年我国服务消费占 GDP 的比重仅为 19.1%，远低于美国的 46.8%，还有较大增长空间。考虑到耐用品消费会透支未来的消费需求和举债空间，扩大服务消费有利于进一步挖掘消费潜力，成为当前和今后一个时期居民部门加杠杆的重要动力。服务消费的增长点主要是养老、托育、教育、医疗等与基本公共服务密切相关的

发展型消费，既要加大政府投资，也要放宽准入吸引社会资本参与，更好满足不同群体的差异化、个性化需求。三是从供给端完善价格治理机制，促进企业部门**杠杆率“挤水分”**。修复企业部门资产负债表关键在于推动物价回暖和改善盈利能力，走出“增收不增利”的困境，推动供需关系再平衡。2016~2018年，我国实施供给侧结构性改革，成功出清了“四万亿”经济刺激计划遗留的钢铁、水泥等原材料工业过剩产能，带动PPI增速由负转正。以史为鉴，当前应进一步深化供给侧结构性改革，从供给端缓解物价下行压力。调整优化生产结构，加快落后产能出清。综合整治“内卷式”竞争，稳定新质生产力行业产品价格。

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。