



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 10 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。

提振资产价格+盘活存量资产，修复微观主体资产负债表

——2025 年三季度宏观杠杆率报告

摘 要

- 2025 年三季度，宏观杠杆率上升 1.9 个百分点，从二季度的 300.4%提高至 302.3%。前三季度宏观杠杆率共上升 11.6 个百分点，超过 2024 年全年增幅（10.1 个百分点）。居民部门债务增速再创历史新低，企业部门债务增速仍处历史低位，政府部门债务扩张放缓。
- 实体经济信用扩张有所放缓。一方面，房地产市场止跌回稳基础不牢和消费内生增长动力不强，自 2023 年二季度起，房贷连续十个季度负增长，拖累居民部门连续两个季度去杠杆。另一方面，“反内卷”政策有利于改善供需失衡和企业盈利，但也引起相关行业投资放缓和信用收缩，从而拖累企业部门杠杆率增长。
- 抓住科技创新引领中国资产价值重估的契机，加快微观主体资产负债表修复。一是基于对房地产财富长期演进的规律性认识，以及以人为本的新型城镇化深入推进，推动房地产高质量发展，尽快扭转房地产市场悲观预期，加快存量需求释放。二是持续稳定和活跃资本市场，培育壮大耐心资本，推动科技创新和产业创新深度融合，形成“新质生产力发展—企业盈利改善—居民财富增值—消费结构升级”的良性循环。三是鼓励地方积极实践国家宏观资产负债表管理，分类盘活低效闲置国有资产，增强政府债务可持续性。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

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

国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心高级研究员

【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

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、总判断：名义经济增长继续下行，宏观杠杆率被动上升	1
二、分部门杠杆率分析	3
（一）居民部门去杠杆幅度扩大	3
（二）非金融企业杠杆率增长放缓	6
（三）政府部门继续大幅加杠杆	9
（四）金融部门杠杆率小幅上升	10
三、提振资产价格+盘活存量资产，加快微观主体资产负债表修复	10

一、总判断：名义经济增长继续下行，宏观杠杆率被动上升

2025 年三季度，宏观杠杆率上升 1.9 个百分点，从二季度的 300.4%提高至 302.3%。其中，居民部门杠杆率下降 0.7 个百分点，从二季度的 61.1%降低至 60.4%；非金融企业杠杆率上升 0.4 个百分点，从二季度的 174.0%提高至 174.4%；政府部门杠杆率上升 2.2 个百分点，从二季度的 65.3%提高至 67.5%。M2/GDP 上升 1.5 个百分点，从二季度的 240.0%提高至 241.5%；社融存量/GDP 上升 2.0 个百分点，从二季度的 312.7%提高至 314.7%。

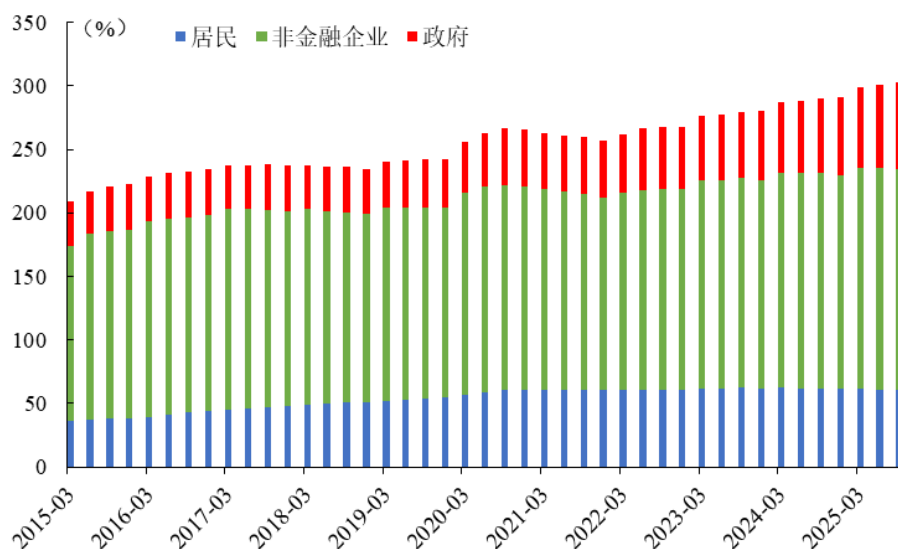


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。

居民和企业部门债务增速低迷，政府部门债务扩张放缓。受有效信贷需求不足和财政政策前置发力影响，三季度实体经济债务同比增速从二季度的 8.9%下降至 8.5%。其中，居民部门债务同比增长 2.3%，增速较二季度下降 0.7 个百分点，创历史新低；环比增长-0.1%，自 1995 年以来首次出现下降，反映出居民部门信用收缩加剧。企业部门债务同比增长 6.9%，增速与前两个季度持平，继续处于历史低位。2025 年政府债券发行节奏前快后慢，三季度政府部门债务同比增长 19.8%，增速较二季度下降 1.4 个百分点。

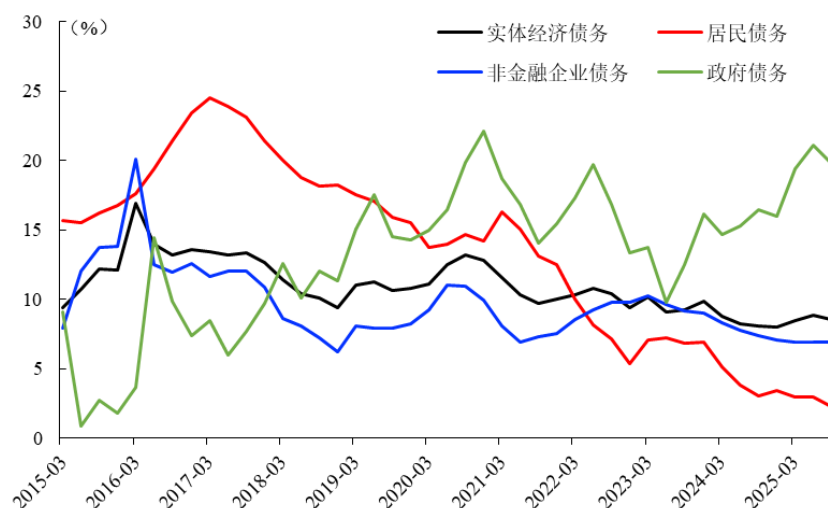


图2 各部门债务同比增速

数据来源：中国人民银行、财政部；国家资产负债表研究中心。

名义经济增长继续放缓，宏观杠杆率被动上升。2025 年三季度，整治内卷式竞争、活跃资本市场等一系列政策发力显效，实际 GDP 同比增长 4.8%，经济顶住压力延续稳中有进发展态势。但物价持续低位运行拖累名义 GDP 增速进一步放缓至 3.7%，创 2023 年以来新低，与实际 GDP 增速之间的缺口（即 GDP 缩减指数）为-1.1%，自 2023 年二季度起连续十个季度为负。由于名义 GDP 增速下降快于实体经济债务增速，2025 年前三季度，宏观杠杆率被动上升共 11.6 个百分点，超过 2024 年全年增幅（10.1 个百分点）。

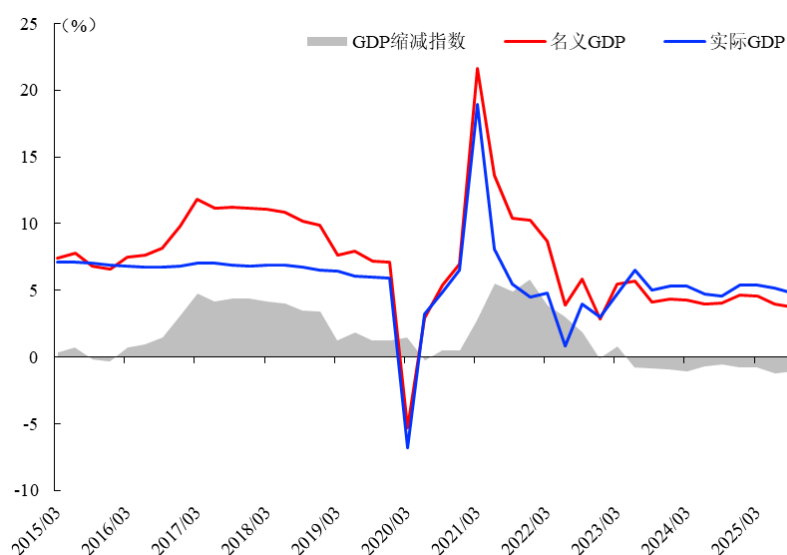


图3 实际与名义 GDP 同比增速

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）居民部门去杠杆幅度扩大

2025 年三季度，居民部门杠杆率下降 0.7 个百分点，从二季度的 61.1% 降低至 60.4%。由于房地产市场止跌回稳基础不牢和消费内生增长动力不强，居民部门去杠杆幅度有所加大。

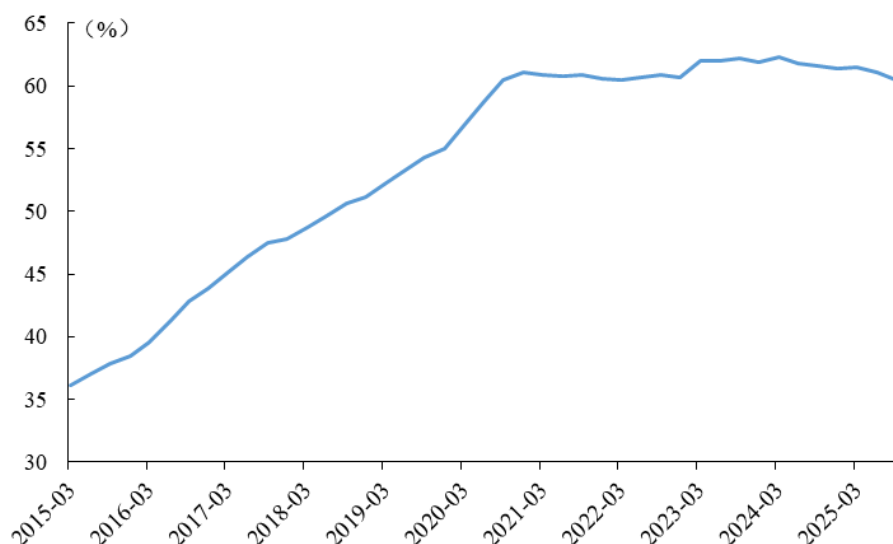


图 4 居民部门杠杆率

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. 住房贷款规模延续收缩

2025 年三季度，居民部门债务同比增长 2.3%，增速较二季度下降 0.7 个百分点。其中，预计房贷增速为 -0.1%，降幅与二季度持平；消费性贷款（不包括房贷）增速为 3.8%，较二季度下降 2.2 个百分点；经营性贷款增速为 4.8%，较二季度下降 0.7 个百分点。房价下跌是制约居民部门信用扩张的关键因素，自 2023 年二季度起，房贷连续十个季度负增长，拖累居民部门杠杆率从 62.0% 持续回落至 60.4%，家庭加杠杆购房意愿有待提振。

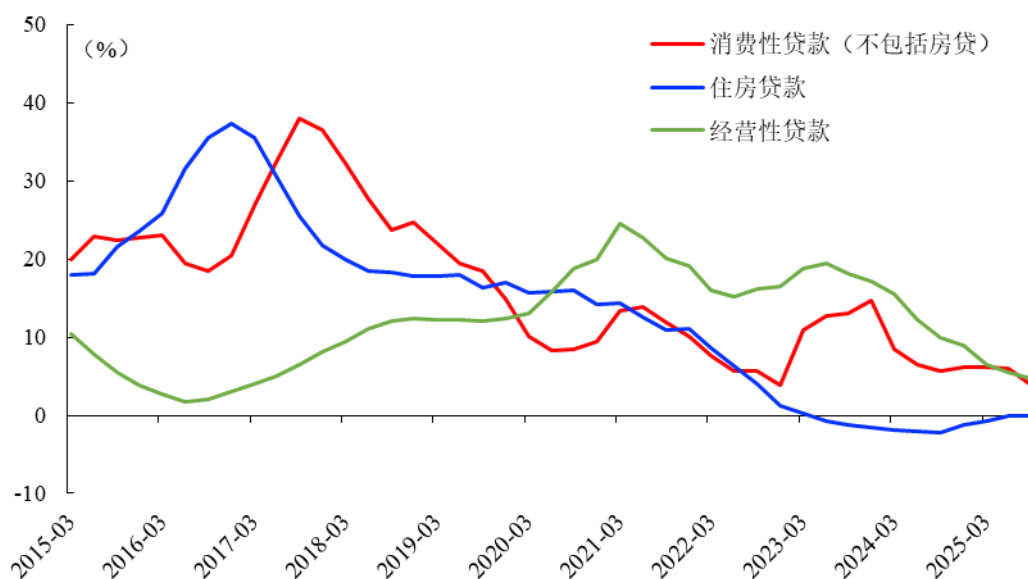


图5 居民部门各类贷款同比增速

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

房地产销售降幅收窄，房价和投资持续低迷。房地产市场复苏是一个循序渐进的过程，依次经历住房交易量增长、房价回升、房地产投资企稳三个阶段，三季度房地产销售“以价换量”的特征较为明显。2025年8月以来，北京、上海、深圳先后出台楼市新政（包括优化限购政策、降低二套房商贷利率等），9月30个大中城市商品房销售面积环比回升。2025年前三季度，全国新建商品房销售面积和销售额同比分别下降5.5%和7.9%，降幅比去年同期收窄11.6和14.8个百分点，去库存取得积极成效。但房价尚未止跌回稳，三季度全国70个大中城市新房和二手房价格环比降幅趋于扩大，尤其是一、二线城市新房价格环比明显下跌。从投资端看，9月房地产投资累计同比下降13.9%，跌幅创历史新低（除2020年2月外），主要受房企流动性压力拖累。三季度房企迎来偿债高峰，债券到期规模为1579亿元。在新房销售尚未止跌回稳以及资产处置难度较大的情况下，房企偿债压力上升导致房地产投资企稳相较于销售回暖的滞后性进一步被拉长。

实际房贷利率处于高位，提前还贷规模不减。假设二手房买卖对房贷余额的影响较小（买方新增房贷用于偿还卖方存量房贷），根据房企到位资金中个人按揭贷款与个人住房贷款余额增量之差，近似估算居民偿还房贷规模。三季度房贷偿还规模约为5127.9亿元，与二季度基本持平，居民提前还贷的主要原因是实际房贷利率偏高。根据个人住房贷款加权平均利率（名义利率）与70个大中城

市二手房销售价格指数同比增速(价格因素)之差,近似估算实际房贷利率可知,2022 年以来,尽管政策引导名义房贷利率从 5.5%降至 3.1%,但二手房价格跌幅更大导致实际房贷利率不降反升。2024 年四季度出台一揽子房地产金融政策后,二手房价格跌幅收窄推动实际房贷利率有所下降,但当前仍处于 8.3%的较高水平,促使居民提前还贷减轻债务负担。

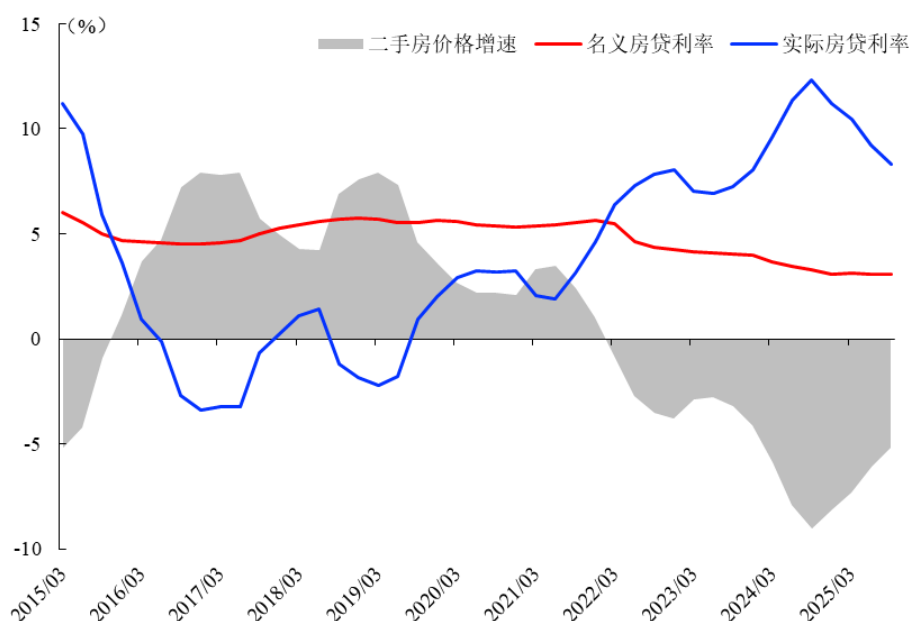


图 6 名义和实际房贷利率

数据来源：中国人民银行、国家统计局。

2. 居民收入增长乏力拖累消费贷款增速

剔除房贷负增长的拖累后,三季度普通消费贷增速降至 3.8%,创历史新低。居民消费意愿和能力走弱,主要有两方面原因:一是居民收入增长乏力。2025 年前三季度,剔除价格因素后,居民人均可支配收入累计同比增长 5.2%,与实际 GDP 增速持平,罕见出现居民收入没有“跑赢”经济增速的情况。居民人均可支配收入的中位数累计同比增长 4.5%,增速创 2021 年以来新低,表明收入增长放缓制约了中低收入群体的消费潜力。二是耐用品消费的透支效应。耐用品消费会透支未来的消费需求,在财政补贴退坡后难以持续支撑消费增长。随着 8 月第三批以旧换新补贴资金逐渐用尽,9 月多地暂停国补活动,财政补贴对耐用品消费增长的支撑作用明显减弱。家用电器和音像器材、通讯器材、文化办公用品类商品零售额同比分别增长 3.3%、7.3%、6.2%,增速首次回落至 10% 以下。

2025 年三季度, A 股市场表现活跃,尤其是科技股普遍走强,有望通过财富

效应提振居民消费。但分收入类型看，三季度居民财产净收入同比增长 1.7%，增速较二季度下降 0.8 个百分点，明显低于工资性收入（5.4%）和经营净收入（5.3%）。以科技股为代表的资产价格上涨与居民财产净收入增长放缓相背离，主要有两方面原因：一是家庭财富对股票资产的配置比例较低。根据《中国国家资产负债表 1978-2022》的估算，近十年股票资产占居民部门总资产的比重约为 4.0%，远低于主要发达经济体。这一结构失衡导致科技创新和新质生产力发展带来的企业价值增长，难以通过股息红利传导至居民财富增值，提振消费缺乏资产收益的支撑。二是本轮“科技牛”行情的散户参与度不高。个人投资者参与科创板需满足 50 万元资产门槛和 2 年交易经验，且科技股大多为高价股，因此中低收入群体难以直接从“科技牛”行情中获得财富增值。

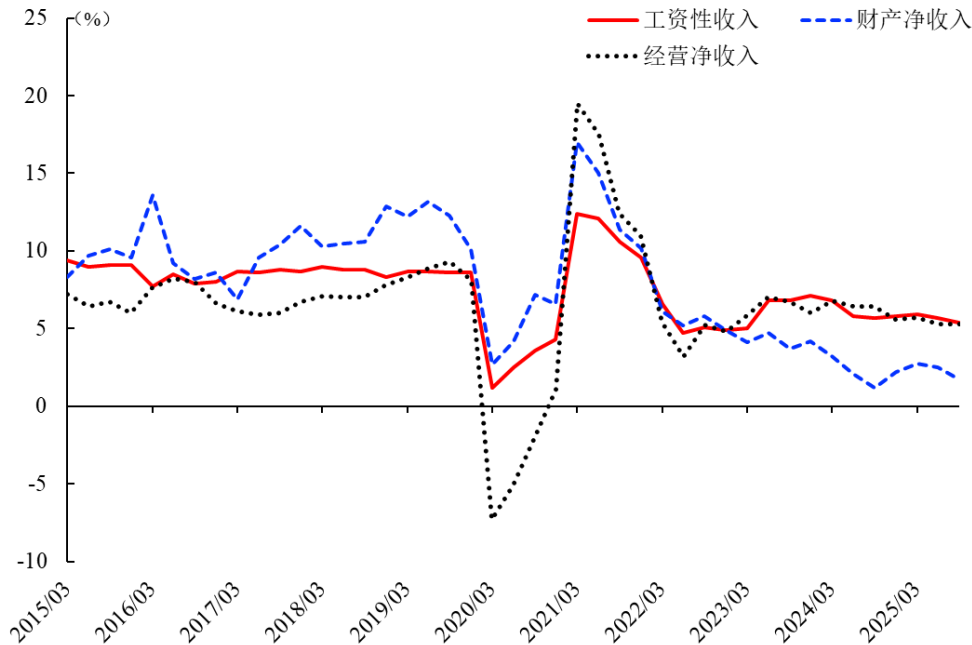


图 7 居民人均可支配收入增速

数据来源：国家统计局。

（二）非金融企业杠杆率增长放缓

2025 年三季度，非金融企业杠杆率上升 0.4 个百分点，从二季度的 174.0% 提高至 174.4%。“反内卷”政策有利于改善供需失衡和企业盈利，但也引起相关行业投资放缓和信用收缩，从而拖累企业部门杠杆率增长。

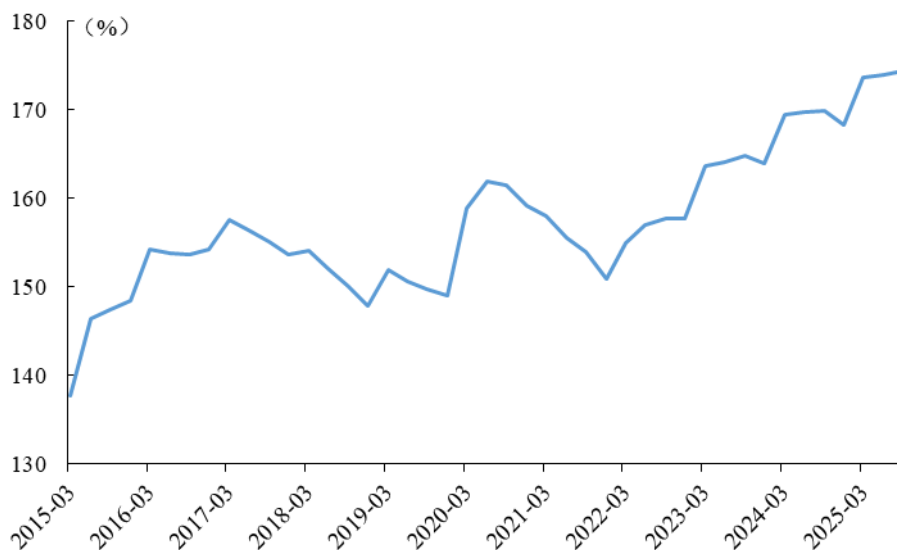


图 8 非金融企业部门杠杆率

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. 企业利润增速大幅改善

2025 年 8 月，规模以上工业企业利润同比增长 20.4%，连续三个月负增长后再度转正，主要得益于“反内卷”治理效果显现叠加去年同期低基数。从量的角度看，“反内卷”政策推动工业产能利用率企稳回升，从二季度的 74.0%提高至三季度的 74.6%，创年内新高。从价的角度看，9 月 PPI 同比下降 2.3%，降幅连续两个月收窄，表明“反内卷”政策有效提振工业品价格，物价低迷对企业盈利的拖累作用有所减轻。从营收利润率看，1-8 月规模以上工业企业营收利润率为 5.2%，环比回升 0.1 个百分点，反映出企业盈利能力逐渐恢复。

分行业看，装备制造业、原材料制造业利润增长较快，实现新旧动能有序转换。治理企业低价无序竞争主要集中在三大领域：一是煤炭等传统化石能源，二是水泥、玻璃等建材类化工品，三是新能源、高端装备、新一代信息技术等新兴产业。8 月规模以上装备制造业利润累计同比增长 7.2%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.5 个百分点，对企业利润恢复的支撑作用明显。其中，铁路船舶航空航天、电气机械、专用设备、电子行业利润增长较快，新动能不断成长壮大。受需求边际增加、价格降幅收窄等因素带动，8 月原材料制造业利润累计同比增长 22.1%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.5 个百分点。其中，钢铁行业同比扭亏为盈，有色行业利润增长 12.7%。

2. 企业信用扩张放缓

2025 年三季度，企业部门债务同比增长 6.9%，增速与二季度持平。“反内卷”政策有利于淘汰落后产能和改善供需失衡，但也带来投资增速回落、信用扩张放缓等转型阵痛。在有效需求不足、新增产能约束、设备更新政策效应减弱等因素的共同作用下，制造业投资从年初 9.0% 的高速增长，逐步回落至 9 月的 4.0%。企业投资扩产意愿不强进一步抑制信贷需求，三季度企业中长期贷款增加 1.1 万亿元，处于季节性低位，同比少增 4600 亿元。此外，三季度票据融资显著回落，同比少增 6507 亿元，表明企业融资结构有所优化，此前票据融资冲量带来的杠杆率虚高倾向得到缓解。

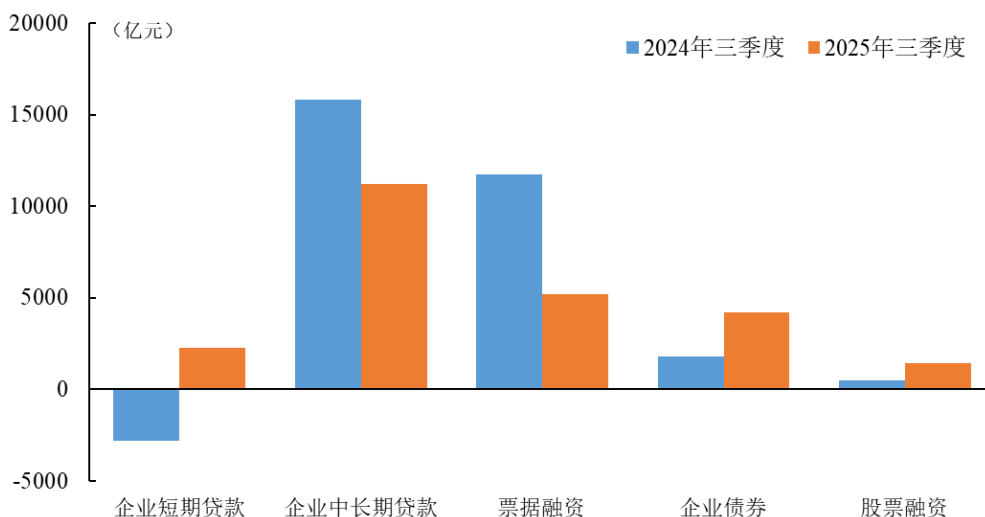


图 9 社融分项

数据来源：中国人民银行。

与信贷需求偏弱形成鲜明对比的是资本市场持续活跃，直接融资加快发展。2025 年前三季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.6%，其中，工业机器人、服务机器人、动车组等产品产量分别增长 29.8%、16.3%、8.6%。随着以人工智能为代表的新质生产力加快向现实生产力转化，科技创新引领中国资产价值重估，以半导体、AI 应用、机器人等为代表的高景气科技赛道表现强劲。如前所述，由于居民部门对股票资产的配置比例较低、直接参与科创板的门槛较高，本轮“科技牛”行情难以通过财富效应显著提振消费。当前稳股市更大的意义在于培育壮大耐心资本，通过“人工智能+”赋能现代化产业体系，让企业和居民共享新质生产力发展的红利，形成“新质生产力发展—企业盈利改善—居民财富

增值—消费结构升级”的良性循环。

（三）政府部门继续大幅加杠杆

2025 年三季度，政府部门杠杆率上升 2.2 个百分点，从二季度的 65.3%提高至 67.5%。其中，中央政府杠杆率上升 1.2 个百分点，从二季度的 27.6%提高至 28.8%；地方政府杠杆率上升 0.9 个百分点，从二季度的 37.8%提高至 38.7%。**2025 年更加积极的财政政策节奏快、力度大，政府部门加杠杆幅度连续五个季度保持在 2.0 个百分点以上。**

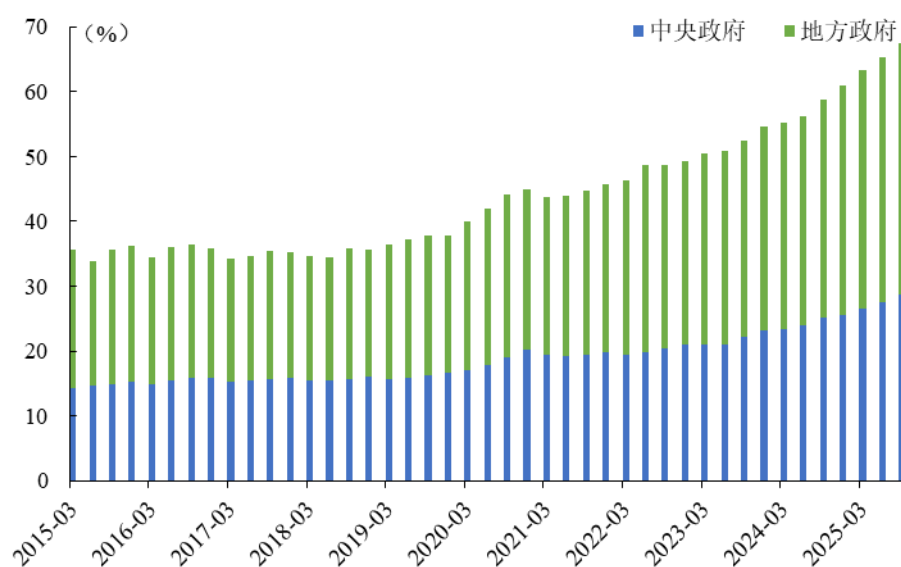


图 10 政府部门杠杆率

数据来源：财政部、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

9 月狭义基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增长 1.1%，从年初 5.6% 的较高增速持续回落。政府部门大幅加杠杆与基建投资增速下滑相背离，主要有两方面原因：一是地方化债引起宏观杠杆率结构调整。2025 年拟发行 2 万亿元特殊再融资专项债和 8000 亿元特殊新增专项债，用于置换存量隐性债务，实现地方政府和企业部门杠杆率一增一减。2025 年前三季度，地方政府杠杆率共上升 3.5 个百分点，从 2024 年末的 35.2% 提高至 38.7%，剔除 2.8 万亿元化债资金后，实际项目建设需求推动地方政府杠杆率仅上升 1.4 个百分点。二是投资回报率下行降低债务—资产转化效率。专项债投向领域扩围过程中存在项目储备不充分、资金使用不规范、资产管理不到位等问题，造成部分项目实际收益与融资不平衡，资产转化效率较低，未能有效形成实物工作量。四季

度拟安排 5000 亿元新型政策性金融工具用于补充项目资本金，加上中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，将对基建投资形成有力支撑。

（四）金融部门杠杆率小幅上升

2025 年三季度，资产方口径下的金融部门杠杆率下降 0.5 个百分点，从二季度的 51.7%降低至 51.2%；负债方口径下的金融部门杠杆率上升 1.6 个百分点，从二季度的 71.7%提高至 73.3%。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。三季度央行降准降息并未落地，A 股市场表现活跃吸引居民存款向资本市场转移（非银行业金融机构存款大幅增加 2.3 万亿元），银行减少债券资产配置，银行间市场流动性未能大规模流入非银体系。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。5 月 7 日，中国人民银行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，将科创债券发行主体范围扩大至金融机构。商业银行成为科创债发行主力，并与证券公司合作开展债券借贷交易和质押式回购交易，使得非银机构流动性向银行体系传导更加活跃。

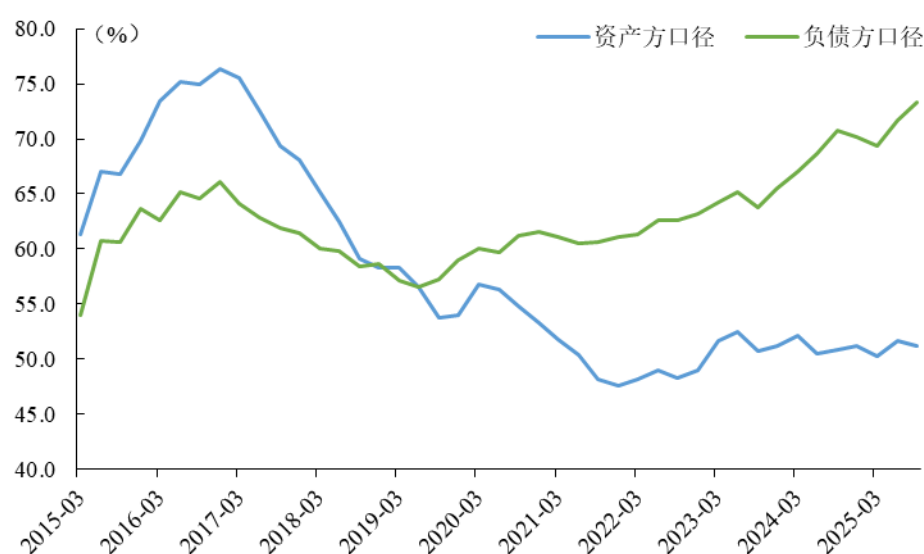


图 11 宽口径金融部门杠杆率

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、提振资产价格+盘活存量资产，加快微观主体资产负债表修复

物价持续低迷导致居民收入下降和财富缩水，企业陷入“增产不增收、增收

不增利”的经营困境，并被动抬高实际利率水平和债务负担。实体经济信用收缩压力显现，居民部门连续两个季度去杠杆，企业部门加杠杆意愿不强，化债压力造成地方政府杠杆率被动上升。最终表现为消费和投资增速双双下滑，名义增长放缓推动宏观杠杆率快速攀升。未来一段时期，加快微观主体资产负债表修复应以提振资产价格和盘活存量资产为着力点，强化信用扩张的资产支撑。同时在负债端，把促进物价合理回升、切实降低实际利率作为货币政策的重要考量，用好用足降准降息空间，通过减轻实体经济举债成本和偿债负担推动信用扩张，从而带动名义经济增速高于债务扩张速度，遏制宏观杠杆率被动上升。

第一，尽快扭转房地产市场悲观预期，加快存量需求释放。从存量视角看，根据《中国国家资产负债表 1978-2022》的估算，2022 年我国住房资产占社会净资产的比重为 38.0%，与主要发达经济体相比仍处于较低水平。更为重要的是，深入推进以人为本的新型城镇化，将成为未来较长一段时期拉动经济增长的重要引擎，房地产高质量发展还有相当大的空间。目前房地产市场处于“以价换量”局部修复，政策端需要更大的决心和力度。一是一线城市应尽快一次性全面取消限制措施，向市场宣示政策放松到位，避免潜在购房者产生房价下跌和政策继续放松的预期。二是设立房地产稳定信托基金，向系统重要性房企注资提供流动性支持，遏制债务违约风险蔓延。三是综合运用政府债券、财政补助、贷款贴息、政策性金融工具支持高质量城市更新，增加高品质住房供给，创新多元化消费场景，形成“城市更新有效投资—居民资产保值增值—消费信心和能力提升”的良性循环。

第二，更大力度培育壮大耐心资本，让企业和居民共享新质生产力发展的红利。居民部门财富结构以房地产为主，股票资产占比较低且科创板参与门槛较高制约了资本市场发挥财富效应。党的二十届四中全会围绕“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”作出重要部署，当前稳股市的一个重要考量是培育壮大耐心资本，推动科技创新和产业创新深度融合，形成“新质生产力发展—企业盈利改善—居民财富增值—消费结构升级”的良性循环，助力微观主体资产负债表修复。一是支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。二是探索开发更多科创主题债券，推动科技创新公司债券高质量发展。三是支持人工智能、数据中心、智慧城市等新型基础设施以及科技创新产业园区

等领域项目发行 REITs，促进盘活存量资产。值得注意的是，培育新质生产力应兼顾就业友好型发展，筑牢社会保障安全网，避免新质生产力发展在短期内对低技能劳动力就业产生较大“破坏效应”。这需要财政支出更多“投资于人”，在养老、托育、教育、医疗以及保障性住房等民生领域加大投入，划转更大比例的国有资本充实城乡居民基本养老保险和医疗保险，强化对重点行业（就业吸纳能力较强的先进制造业、现代服务业）和重点群体（灵活就业和新就业形态劳动者、待业大学生、返乡农民工、二孩及多孩家庭等）的财政保障。

第三，分类盘活低效闲置国有资产，增强政府债务可持续性。改革开放以来，我国积累了规模可观的存量资产，其中政府部门净资产占社会净资产的比重在国际比较中遥遥领先，这意味着可以通过存量资产管理来维持债务可持续性。以融资平台化债和转型为契机，鼓励地方政府推进大财政体系建设，全面摸清国有资产、资产、资源家底，充分挖掘“空天地海”、数据要素的资产价值，强化财政、金融、投资联动，分类推进资产统筹利用和盘活处置。对于有一定现金流但盈利不及预期的低效资产，通过资源整合、改扩建、混改、功能再开发等方式，形成更多可变现、可运营的资源。对于具有稳定现金流的优质资产，创新金融工具推动资产资本化。例如，融资平台持有对外出租的写字楼、自有产权的酒店、商场和步行街等物业资产，将其作为底层资产发行不动产投资信托基金（REITs）和商业抵押担保证券（CMBS）。近期一些地方政府提出“国有资源资产化、国有资产证券化、国有资金杠杆化”，也不失为一种实行国家宏观资产负债表管理的有益探索。

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。