



**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

2026 年 1 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。

# 优化宏观杠杆率结构 提高信用扩张对增长的支持效能

## ——2025 年四季度宏观杠杆率报告

### 摘 要

- **2025 年宏观杠杆率被动攀升至 302.4%，且涨幅扩大。**一方面，实体经济债务全年同比增长 8.2%，其中居民和企业部门债务分别同比增长 0.5%和 7.8%，处于历史较低水平。另一方面，名义经济增速进一步放缓至 4.0%，GDP 缩减指数连续 11 个季度为负。债务扩张趋缓与名义经济增速下降共同作用导致宏观杠杆率被动上升 11.7 个百分点，涨幅超过 2024 年（10.1 个百分点）。
- 随着经济发展进入新旧动能转换的攻坚期，宏观杠杆率结构加快调整。一方面，受房价下行压力和收入增长放缓影响，房贷连续 11 个季度负增长，消费贷增速创历史新低，拖累居民部门去杠杆幅度扩大。另一方面，“反内卷”政策有利于改善供需失衡，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。值得强调的是，**2021-2025 年，政府部门杠杆率分别上升 0.8、3.6、5.3、6.1 和 7.6 个百分点，表明财政政策更加积极、持续加力。**
- 从国际比较看，我国宏观杠杆率已处于较高水平。展望 2026 年，宏观调控应通过提振名义经济增速和优化债务融资结构，在保持宏观杠杆率总体稳定的同时，继续优化杠杆率结构，提高信用扩张对经济增长的支持效能。一是促增收、稳房价，助力居民部门稳杠杆。二是稳定国有企业杠杆率，支持民营企业加杠杆。三是政府部门继续加杠杆“投资于人”，释放居民消费潜力。

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）政府部门加杠杆力度创新高 .....	8
（四）金融部门杠杆率走势分化 .....	9
三、宏观杠杆率趋势与政策展望 .....	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 年第四季度宏观杠杆率上升 0.1 个百分点，从三季度末的 302.3% 上升至 302.4%。其中，居民部门杠杆率下降 1.1 个百分点，从三季度末的 60.4% 下降至 59.4%；非金融企业杠杆率上升 0.2 个百分点，从三季度末的 174.4% 上升至 174.6%；政府部门杠杆率上升 1.0 个百分点，从三季度末的 67.5% 上升至 68.4%。M2/GDP 上升 1.1 个百分点，从三季度末的 241.5% 上升至 242.6%；社融存量/GDP 上升 0.4 个百分点，从三季度末的 314.7% 上升至 315.1%。

全年来看，宏观杠杆率共上升 11.7 个百分点，四个季度分别上升 7.8、2.0、1.9 和 0.1 个百分点。其中，居民部门杠杆率共下降 2.0 个百分点，四个季度分别变化 0.1、-0.5、-0.6 和 -1.1 个百分点；非金融企业杠杆率共上升 6.2 个百分点，四个季度分别上升 5.3、0.4、0.3 和 0.2 个百分点；政府部门杠杆率共上升 7.6 个百分点，四个季度分别上升 2.4、2.1、2.1 和 1.0 个百分点<sup>1</sup>。在私人部门资产负债表修复过程中，居民部门出现阶段性去杠杆，非金融企业杠杆率增长有所放缓。

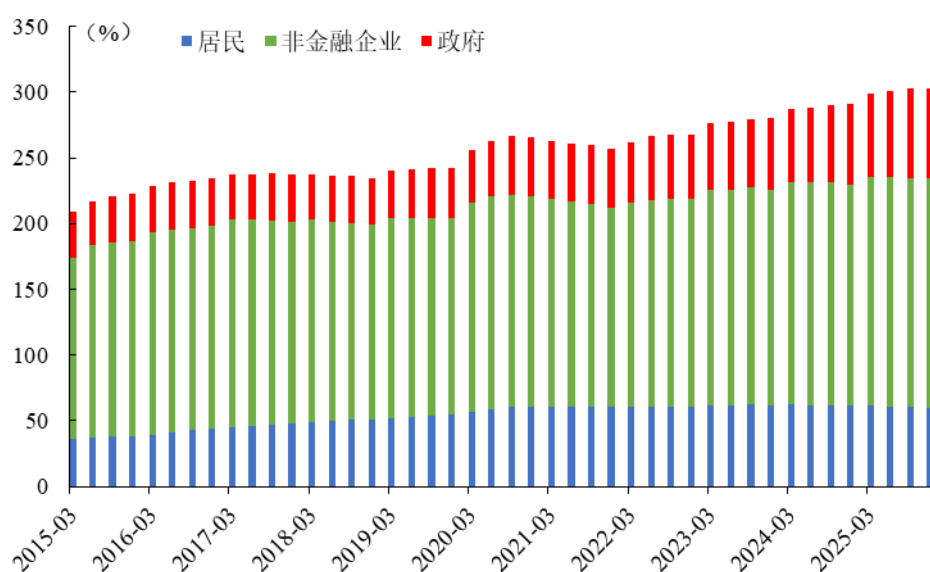


图1 实体经济部门杠杆率及其分布

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，政府部门债务积极扩张。2025 年实体经济债务同比增长 8.2%，与 2024 年增速基本持平（8.0%），仍处于历史低位。其中，

<sup>1</sup> 因对小数进行四舍五入，各季度宏观杠杆率变化值之和与全年涨幅存在微小差异。

居民部门债务同比增长 0.5%，创历史新低；三、四季度环比分别增长-0.1%和-0.8%，自 1995 年以来首次出现下降，显示居民部门信用收缩加剧。企业部门债务同比增长 7.8%，略高于 2024 年增速（7.0%），但仍处于历史低位。政府部门债务同比增长 16.9%，债券发行节奏前快后慢，创 2015 年以来新高（除 2020 年外），印证了财政政策更加积极。

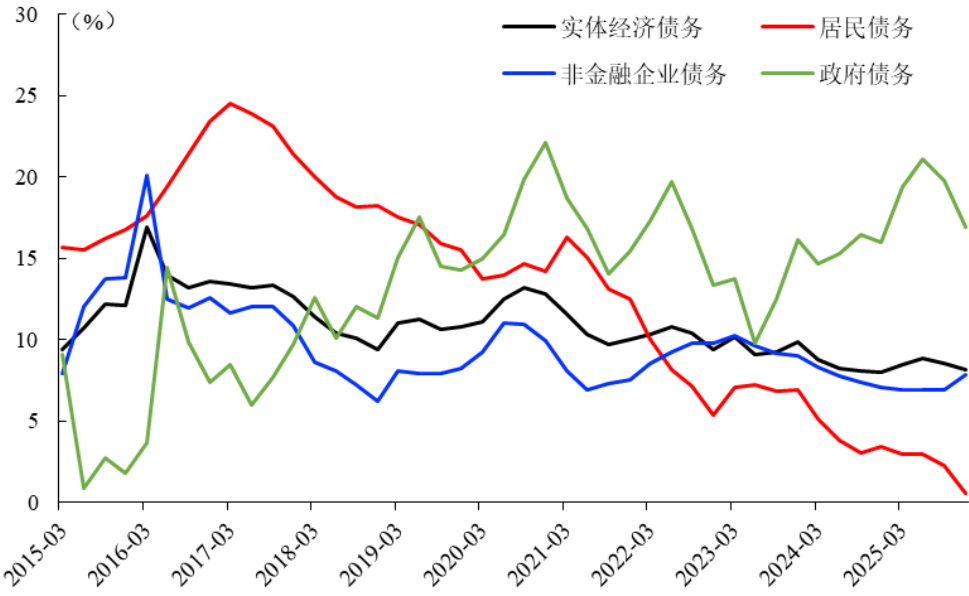


图 2 各部门债务同比增速

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，GDP 缩减指数有所收窄。随着整治内卷式竞争、提振消费、活跃资本市场等一揽子政策落地显效，2025 年四季度物价温和回升带动名义 GDP 增长 3.8%，与实际 GDP 增速之间的缺口（即 GDP 缩减指数）收窄至-0.7%，自 2023 年二季度起连续 11 个季度为负。全年来看，2025 年实际 GDP 同比增长 5.0%，名义 GDP 增速进一步放缓至 4.0%，创改革开放以来新低（除 2020 年外）。由于名义 GDP 增速下降快于实体经济债务增速，2025 年宏观杠杆率被动上升共 11.7 个百分点，超过 2024 年全年增幅（10.1 个百分点）。

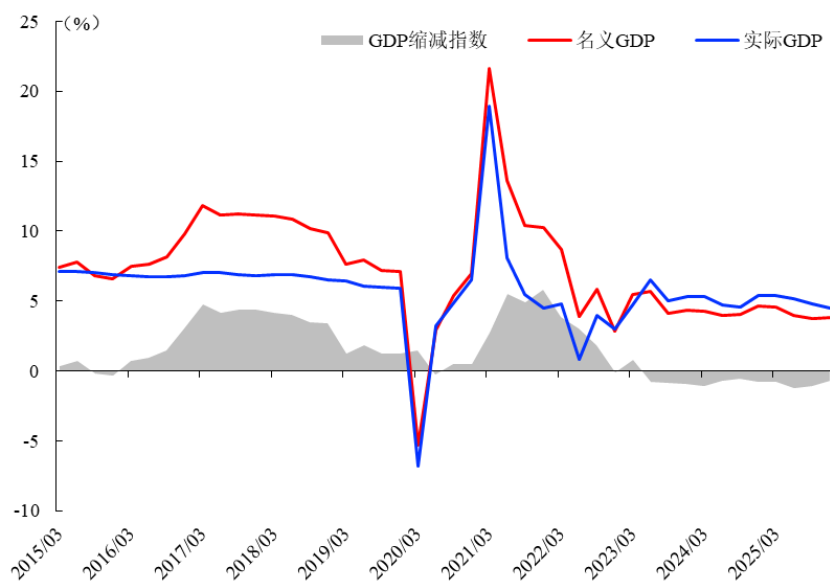


图3 实际与名义GDP同比增速

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

居民部门杠杆率共下降 2.0 个百分点，从 2024 年末的 61.4% 下降至 2025 年末的 59.4%，四个季度分别变化 0.1、-0.5、-0.6 和 -1.1 个百分点。由于房地产市场深度调整 and 消费内生增长动力不强，居民部门去杠杆幅度逐季加大。

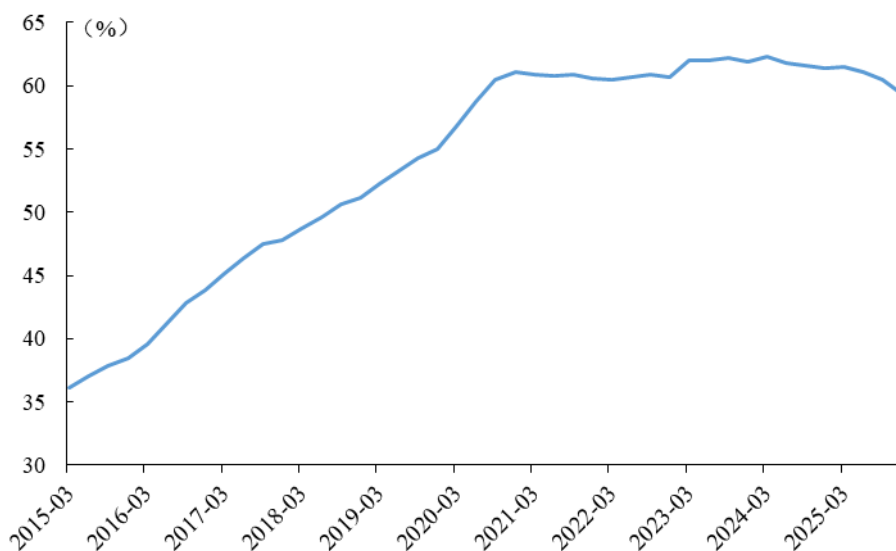


图4 居民部门杠杆率

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. 住房贷款规模继续收缩

2025 年，居民部门债务增速为 0.5%，创历史新低。其中，房贷增速预计为 -1.5%，略低于去年的-1.3%，自 2023 年二季度起连续 11 个季度负增长。消费性贷款（不包括房贷）增速从去年的 6.2%降至 0.2%，创历史新低。经营性贷款增速为 4.0%，较去年下降 5.0 个百分点。房价下行压力和收入增长放缓是制约信用扩张的关键因素，拖累居民部门杠杆率从去年末的 61.4%回落至 59.4%。

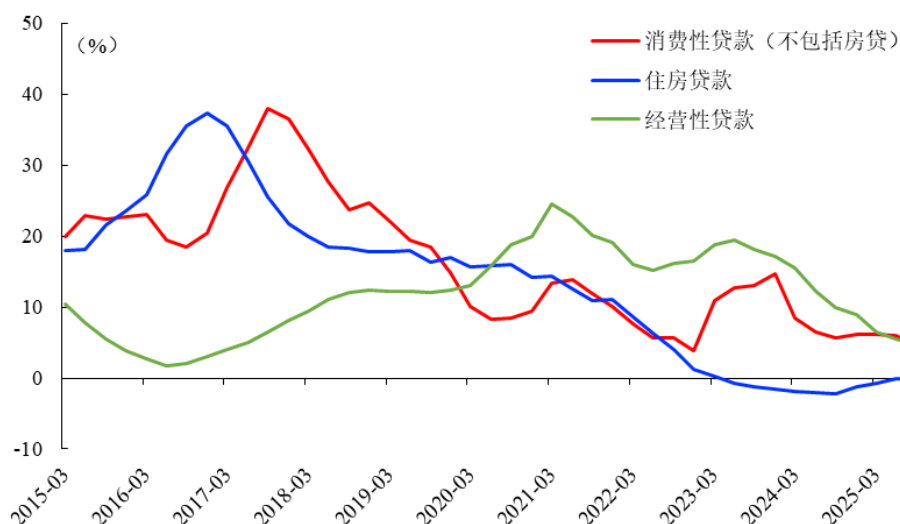


图 5 居民部门各类贷款同比增速

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

房价和投资持续低迷，供需关系趋于改善。2025 年房地产市场延续量稳价跌，全国 70 个大中城市新房和二手房价格环比总体下降，但同比降幅收窄，一线城市止跌回稳信号有所增强。房地产投资同比增长-17.2%，创历史新低。综合来看，住宅新开工面积与销售面积之比降至 58.6%的历史低位，相当于每出售 100 套住宅能去库存 41 套，表明房地产市场进入因城施策控增量、去库存、优供给的新发展阶段。

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。2025 年四季度房贷偿还规模约 6185.6 亿元，与三季度基本持平，居民提前还贷的主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 GDP 缩减



指数（价格因素）之差<sup>2</sup>，近似估算实际房贷利率可知，GDP 缩减指数自 2023 年二季度起持续为负导致实际房贷利率被动上升，促使居民提前还贷减轻债务负担。

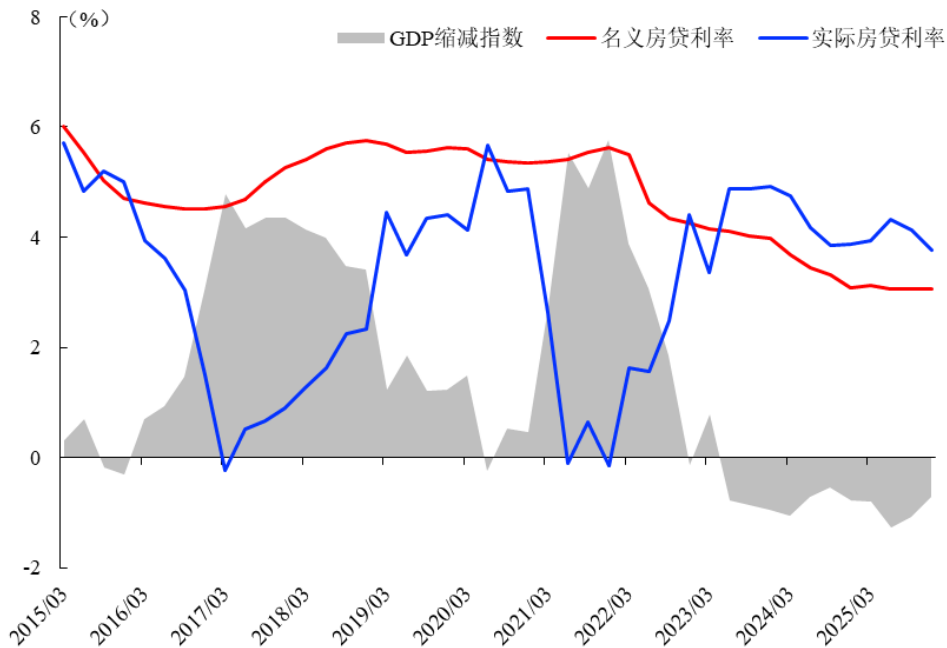


图 6 名义和实际房贷利率

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，四季度普通消费贷增速降至 **0.2%**，创历史新低，主要有两方面原因：一是居民收入增长乏力。2025 年居民人均可支配收入与实际 GDP 同步增长 5.0%，但工资性收入、财产净收入和经营净收入增速逐季回落。居民人均可支配收入的中位数累计同比增长 4.5%，创历史新低（除 2020 年外），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。由于耐用品以旧换新会透支未来的消费需求，四季度家用电器和音像器材、汽车、家具等耐用品消费增速由正转负，拖累商品零售增速回落至 **0.7%**。考虑到近两年普通耐用消费品需求释放较为充分，2026 年以旧换新政策支持范围进一步拓展至智能产品购新补贴，培育智能消费新增长点。

2025 年 9 月启动的消费贷款贴息政策，能在稳定银行净息差的前提下降低居民信贷成本，是财政金融协同促消费的有效工具。考虑到跨行业、新业态的综

<sup>2</sup> 若使用 70 个大中城市二手房销售价格指数同比增速作为价格因素，二手房价格跌幅扩大导致估算出的实际房贷利率更高。

合性消费需求日益增长，以及发挥地方金融机构的属地经营优势，近期多部门联合优化实施消费贷款贴息政策，从支持消费金融创新、延长政策期限、扩大支持范围、拓展贴息领域、提高贴息标准、增加经办机构等方面，进一步提升消费贷款贴息的普惠性和可得性。

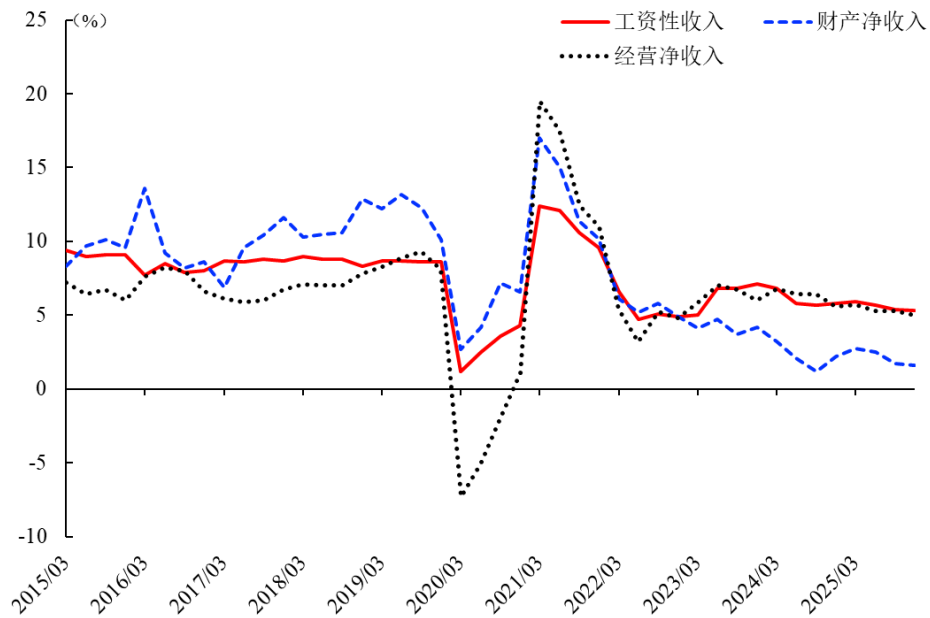


图 7 居民人均可支配收入增速

数据来源：国家统计局。

（二）非金融企业杠杆率增长放缓

非金融企业杠杆率共上升 6.2 个百分点，从 2024 年末的 168.4% 上升至 2025 年末的 174.6%，四个季度分别上升 5.3、0.4、0.3 和 0.2 个百分点。“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。

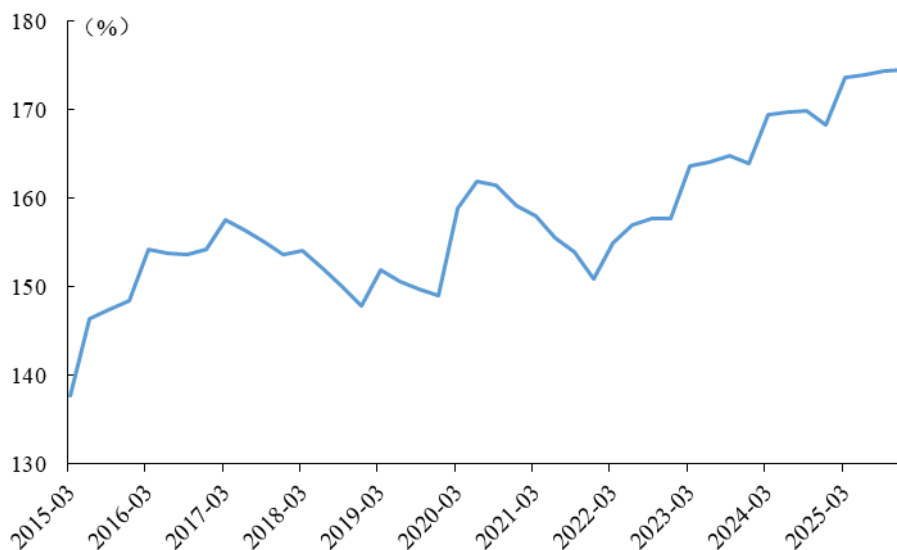


图 8 非金融企业部门杠杆率

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. 企业利润增速有所改善

在推动产能治理、规范价格竞争的作用下，2025 年 11 月，规模以上工业企业利润累计同比增长 0.1%，连续四个月保持正增长，企业增收不增利困境有所改善。从量的角度看，四季度工业产能利用率企稳回升至 74.9%，创年内新高。从价的角度看，2025 年 12 月，上游采掘业、原材料 PPI 同比分别下降 4.7%和 2.6%，降幅较 7 月收窄 9.3 和 2.8 个百分点，工业品价格低迷对企业盈利的拖累作用有所减轻。从营收利润率看，1-11 月规模以上工业企业营收利润率回升至 5.3%，反映出企业盈利能力逐渐恢复。

分行业看，装备制造业、高技术制造业利润增长较快，实现新旧动能有序转换。“反内卷”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。随着“人工智能+”行动深入实施，2025 年 1-11 月，装备制造业和高技术制造业利润同比分别增长 7.7%和 10%，为工业效益改善提供了有力支撑。

### 2. 企业信用扩张放缓

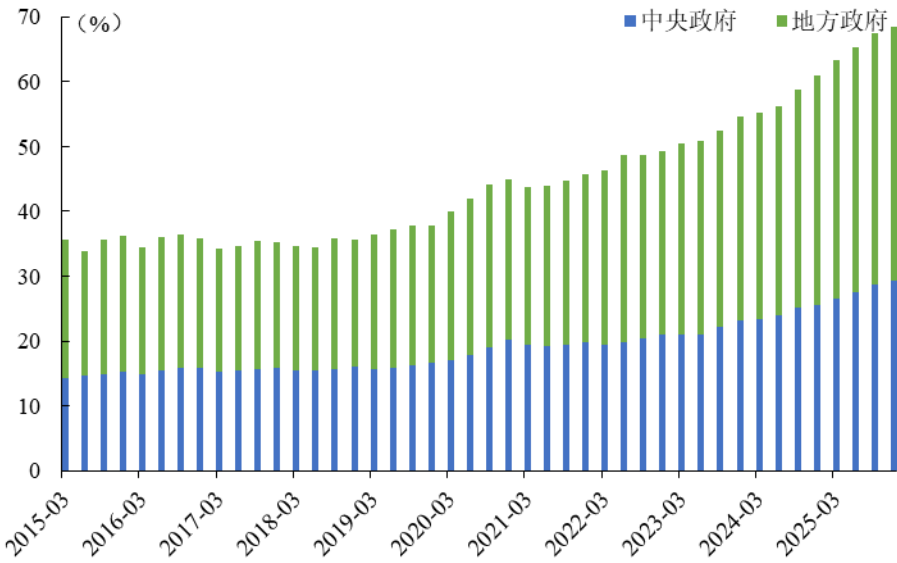
2025 年企业部门债务同比增长 7.8%，继续处于历史低位。“反内卷”政策有利于淘汰落后产能和改善供需失衡，但也带来投资增速回落、信用扩张放缓等转型阵痛。在有效需求不足、新增产能约束、设备更新政策效应减弱等因素的共同作用下，制造业投资增速大幅降至 0.6%，创历史新低（除 2020 年外）。民营企

业是制造业发展的主力军，受资本回报率下降、经营预期偏弱等因素影响，制造业民间投资增速从2025年初的10.2%持续回落至0.8%，拖累民间投资（扣除房地产开发）增速首次转负（-1.9%）。在高技术产业中，信息服务业和航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长28.4%和16.9%，保持较强韧性和活力。

为推动民间投资止跌回稳，2026年1月9日召开的国务院常务会议部署实施财政金融协同促内需一揽子政策，包括：央行设立1万亿元民营企业再贷款、增加4000亿元科技创新和技术改造再贷款额度、合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具，重点支持研发投入水平较高的中小民营企业。财政部等多部门联合出台中小微企业贷款贴息政策，设立民间投资专项担保计划，优化实施设备更新贷款贴息政策，进一步降低民营企业融资门槛和成本。

**（三）政府部门加杠杆力度创新高**

政府部门杠杆率共上升7.6个百分点，从2024年末的60.9%上升至2025年末的68.4%，四个季度分别上升2.4、2.1、2.1和1.0个百分点。其中，中央政府杠杆率共上升3.7个百分点，从2024年末的25.6%上升至2025年末的29.4%，四个季度分别上升0.8、1.1、1.2和0.5个百分点。地方政府杠杆率共上升3.8个百分点，从2024年末的35.2%上升至2025年末的39.1%，四个季度分别上升1.6、1.0、0.9和0.4个百分点。**2021-2025年，政府部门杠杆率分别上升0.8、3.6、5.3、6.1和7.6个百分点，表明财政政策更加积极、持续加力。**



**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。

2025 年政府部门加杠杆力度创新高，但基建（不含电力）投资增速降至-2.2%的历史低位，二者相背离主要有两方面原因：一是地方化债挤占了部分基建资金。2025 年地方政府发行 2.1 万亿元特殊再融资专项债和 1.3 万亿元特殊新增专项债，用于置换存量隐性债务和清理拖欠企业账款，意味着新增专项债资金中约 27.5%用于地方化债而非基建投资。二是政府债券资金向民生领域倾斜。2025 年新增专项债资金中约 55.1%用于基建投资，同比下降 9.5 个百分点；约 24.8%用于保障性安居工程及城市更新、社会事业、收购存量商品房用作保障性住房等民生领域，同比上升 6.3 个百分点，体现了从投资于物转向投资于人的政策导向。

#### （四）金融部门杠杆率走势分化

资产方口径下的金融部门杠杆率共下降 0.8 个百分点，从 2024 年末的 51.2%下降至 2025 年末的 50.5%，四个季度分别变化-0.9、1.4、-0.4 和-0.8 个百分点。负债方口径下的金融部门杠杆率共上升 3.2 个百分点，从 2024 年末的 70.2%上升至 2025 年末的 73.4%，四个季度分别变化-0.8、2.4、1.6 和 0.1 个百分点。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。受存款利率下调、债市和股市交易活跃等因素影响，银行存款流失压力加大，从而减少向非银机构拆借流动性规模，导致资产方口径下的金融部门杠杆率增长放缓。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。非银机构（尤其是货币基金、大型资管）在存款搬家和债市回暖中获得充裕流动性，银行（特别是中小银行）因负债端承压而向非银机构高息拆借资金，造成负债方口径下的金融部门杠杆率有所提高。

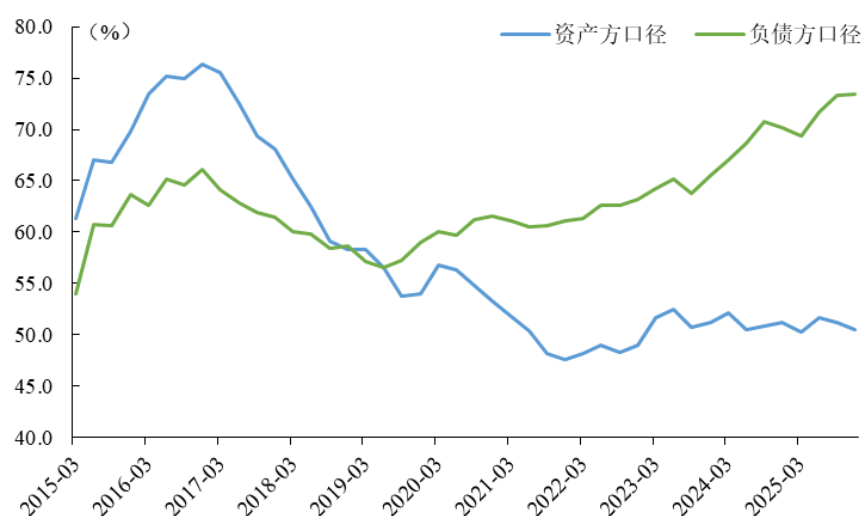


图 10 宽口径金融部门杠杆率

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、宏观杠杆率趋势与政策展望

2025 年我国实施更加积极有为的宏观政策，政府部门大幅加杠杆助力私人部门修复资产负债表，居民部门因收入增长放缓和提前偿还房贷出现阶段性去杠杆，供强需弱矛盾突出造成企业部门谨慎举债。但从总量看，由于名义 GDP 增速下降快于实体经济债务增速，全年宏观杠杆率仍被动上升。从国际比较看，我国宏观杠杆率已处于较高水平。根据国际清算银行（BIS）统计，截至 2025 年二季度末，发达经济体和新兴市场国家宏观杠杆率分别为 268.1%和 223.1%，而我国宏观杠杆率即将突破 300%。展望 2026 年，物价温和回升有望推动名义 GDP 增速企稳，从而缓解宏观杠杆率被动上升压力。宏观调控重心在于提振名义经济增速和优化债务融资结构，在保持宏观杠杆率总体稳定的同时，提高信用扩张对经济增长的支持效能。

**第一，促增收、稳房价，助力居民部门稳杠杆。**一是加快实施城乡居民增收计划。围绕康养托育、先进制造、现代服务等就业容量大、供需矛盾突出的行业领域，聚焦高校毕业生、农民工、灵活就业和新就业形态劳动者等重点群体，加大职业技能和创新创业培训力度，提高劳动者与就业岗位适配度。引导居民财富从房地产向金融资产多元化配置，完善上市公司分红回购、股权激励和员工持股等制度安排。二是因城施策控增量、去库存、优供给。支持收购存量商品房用于保障性住房、养老托育机构等，鼓励存量商品住宅用地转型利用和盘活处置。支持发展专业化长租机构盘活存量闲置住房，通过标准化改造出租和稳健的租金回报率，释放房地产内在价值。提振房价止跌回稳和房企经营预期，促进存量需求尽快进入市场。

**第二，稳定国有企业杠杆率，支持民营企业加杠杆。**一方面，支持地方国企在发展中化债，防止投资失速。对于重点省份化债成效较好的市县，适当解绑对其新增和在建政府投资项目的限制，优先支持产业带动性强、就业乘数高的基建投资。另一方面，财政金融协同发力，提振民营企业预期。综合运用融资担保、贷款贴息、风险补偿等方式，支持民间投资参与重点领域项目建设，建立科学的定价机制、稳定的回报机制、灵活的退出机制，增强民间投资信心和活力。设立清欠专项再贷款，向符合条件的金融机构提供低成本资金，定向支持清理拖欠企

业账款和保障农民工工资支付，激励国有企业带头解开“连环套”。

**第三，政府部门继续加杠杆“投资于人”，释放居民消费潜力。**中央财政抓住低利率窗口期增发国债，锚定名义经济增长目标扩大财政支出规模，在结构上更多投资于人。**一是健全社会保障体系。**在养老、托育、教育、医疗以及保障性住房等民生领域增加财政投入，划转更大比例的国有资本充实城乡居民基本养老保险，加大中低收入群体的社会保障和转移支付力度，缓解消费的后顾之忧。**二是对居民房贷适度给予贴息支持。**目前居民房贷余额为 37.4 万亿元，每贴息 1% 可减轻利息负担 3744 亿元，按照近十年 67.0% 的平均消费倾向测算，将增加消费 2506.8 亿元，带动社零增速提高 0.5 个百分点。

**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。**