



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 宏观杠杆率

张晓晶

刘磊 曹婧

2026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。

# 名义经济增长修复 宏观杠杆率增幅收窄

## ——2026 年一季度宏观杠杆率报告

### 摘要

- 2026 年一季度宏观杠杆率上升 6.6 个百分点，从 2025 年末的 302.6% 上升至 309.3%，较 2023-2025 年同期涨幅（8.3、6.6、7.8 个百分点）有所收窄。一方面，居民部门债务同比增长 -0.4%，自 1995 年三季度以来首次出现负增长；企业部门债务同比增长 7.8%，处于历史较低水平。另一方面，物价温和回升带动名义 GDP 同比增长 4.94%，与实际 GDP 增速之间的缺口（即 GDP 缩减指数）收窄至 -0.06%，有望扭转自 2023 年二季度起连续 11 个季度为负的局面，从而缓解宏观杠杆率被动上升压力。
- 私人部门资产负债表修复缓慢。一方面，受房价下行压力和收入增长放缓影响，房贷连续 12 个季度负增长，消费贷增速首次出现负增长，拖累居民部门持续去杠杆。另一方面，债券融资替代银行贷款成为企业部门信用扩张的主要动力，输入性通胀对不同行业价格和利润造成结构性冲击。2026 年继续实施更加积极的财政政策，赤字规模和支出规模均创新高，政府部门加杠杆力度不减。
- 展望 2026 年，保持宏观杠杆率基本稳定较大程度上依赖于通胀预期改善和名义增长回升的持续性。我国可抓住结构性通胀契机，打好宏观政策组合拳，扭转国内通缩预期。一是财政政策靠前发力，统筹用好增量资金和存量资产。二是货币政策结构优化，稳定市场通胀预期。三是降低居民房贷负担，防控负资产风险。四是加快落实城乡居民增收计划，更大力度提振消费。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

● 张晓晶

中国社会科学院国家金融与发展实验室主任

● 刘磊

中国社会科学院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

中国社会科学院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：名义经济增长回升，缓解宏观杠杆率被动上升压力	1
二、分部门杠杆率分析	3
（一）居民部门持续去杠杆	3
（二）非金融企业杠杆率结构性分化	5
（三）政府部门继续大幅加杠杆	7
三、金融部门资产负债表分析	8
（一）商业银行存贷差继续扩大	9
（二）商业银行资产端进一步国债化	10
（三）非银机构从加杠杆到去杠杆	11
（四）央行贷款结构性工具精准滴灌	12
四、宏观杠杆率趋势与政策展望	13

## 一、总判断：名义经济增长回升，缓解宏观杠杆率被动上升压力

2026 年一季度宏观杠杆率上升 6.6 个百分点，从 2025 年末的 302.6% 上升至 309.3%。其中，居民部门杠杆率下降 0.5 个百分点，从 2025 年末的 59.4% 下降至 59.0%；非金融企业杠杆率上升 5.3 个百分点，从 2025 年末的 174.7% 上升至 180.0%；政府部门杠杆率上升 1.8 个百分点，从 2025 年末的 68.5% 上升至 70.3%。M2/GDP 上升 6.9 个百分点，从 2025 年末的 242.7% 上升至 249.6%；社融存量/GDP 上升 6.6 个百分点，从 2025 年末的 315.4% 上升至 322.0%。

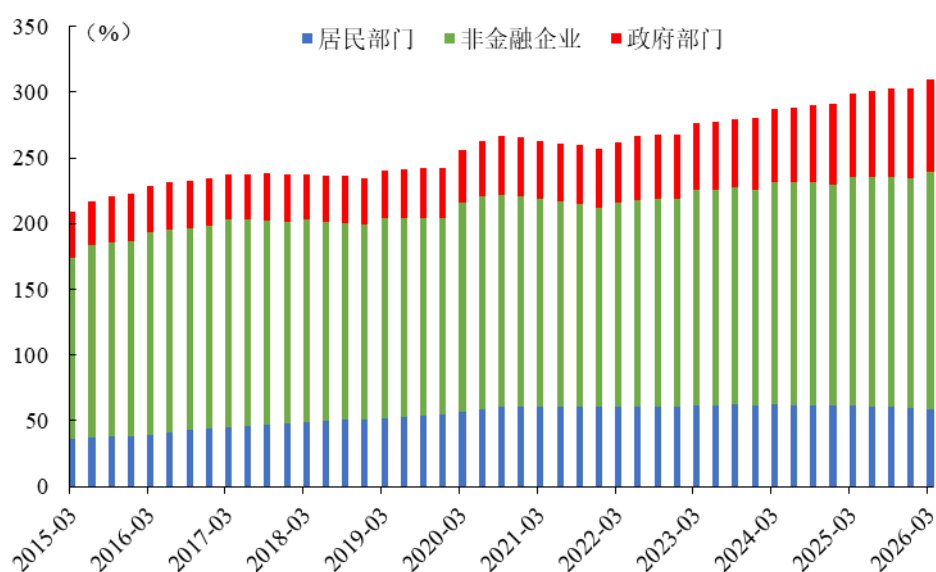


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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。2026 年一季度实体经济债务同比增长 7.8%，创 2001 年以来新低。其中，居民部门债务同比增长 -0.4%，自 1995 年三季度以来首次出现负增长，显示居民部门信用收缩加剧。企业部门债务同比增长 7.8%，与 2025 年末增速持平，仍处于历史低位。政府部门债务同比增长 15.5%，在 2025 年同期高基数上保持较快增长，体现了积极的财政政策靠前发力。

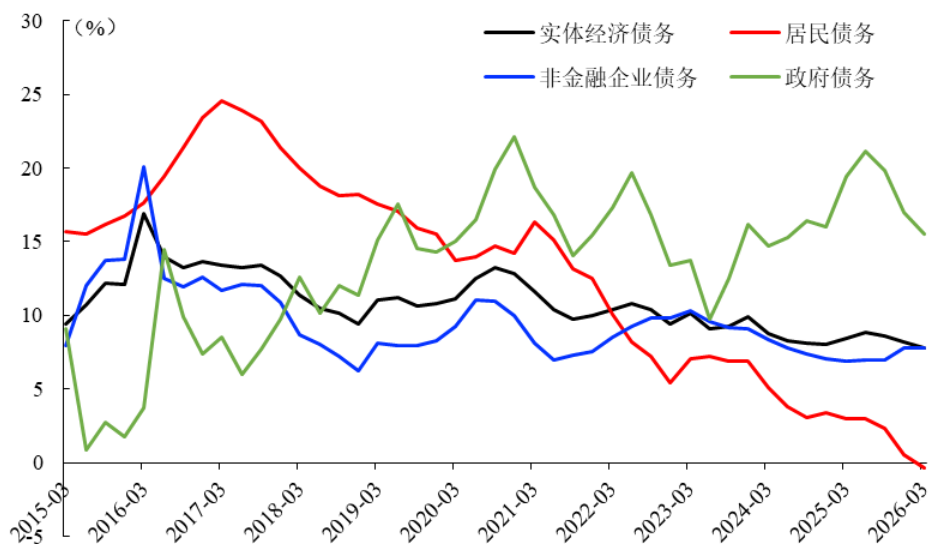


图2 各部门债务同比增速

数据来源：中国人民银行、财政部；国家资产负债表研究中心。

名义经济增长回升，GDP 缩减指数接近转正。在市场供需关系改善、美以伊冲突引发输入性通胀等因素作用下，2026 年一季度物价温和回升带动名义 GDP 同比增长 4.94%，与实际 GDP 增速之间的缺口（即 GDP 缩减指数）收窄至 -0.06%，有望扭转自 2023 年二季度起连续 11 个季度为负的局面。名义 GDP 增速回升有助于缓解宏观杠杆率被动上升压力，一季度宏观杠杆率上升 6.6 个百分点，较 2023-2025 年同期涨幅（8.3、6.6、7.8 个百分点）有所收窄。

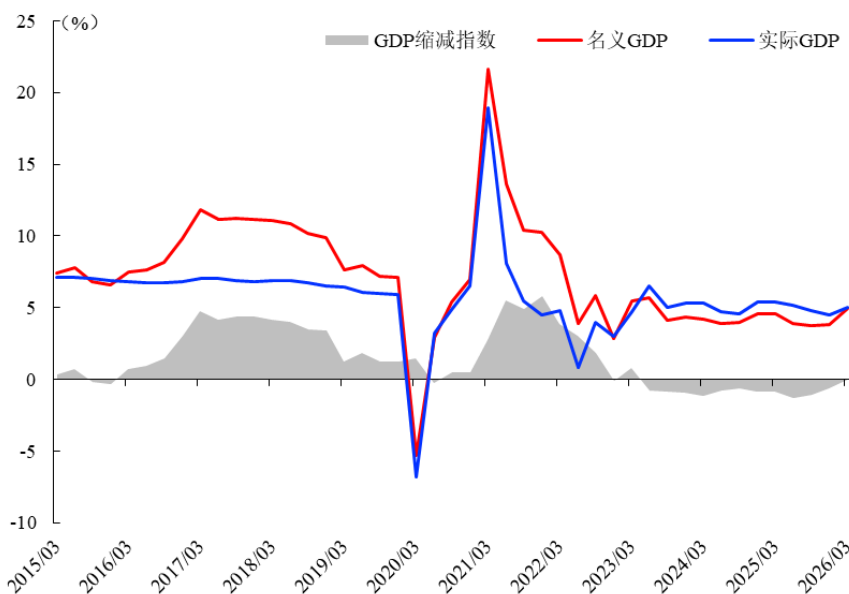


图3 实际与名义 GDP 同比增速

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) 居民部门持续去杠杆

2026年一季度居民部门杠杆率下降0.5个百分点，从2025年末的59.4%下降至59.0%，自2024年二季度起持续去杠杆。随着房价下跌引发的负资产效应凸显，消费信贷收缩对居民部门去杠杆的拖累作用加重。

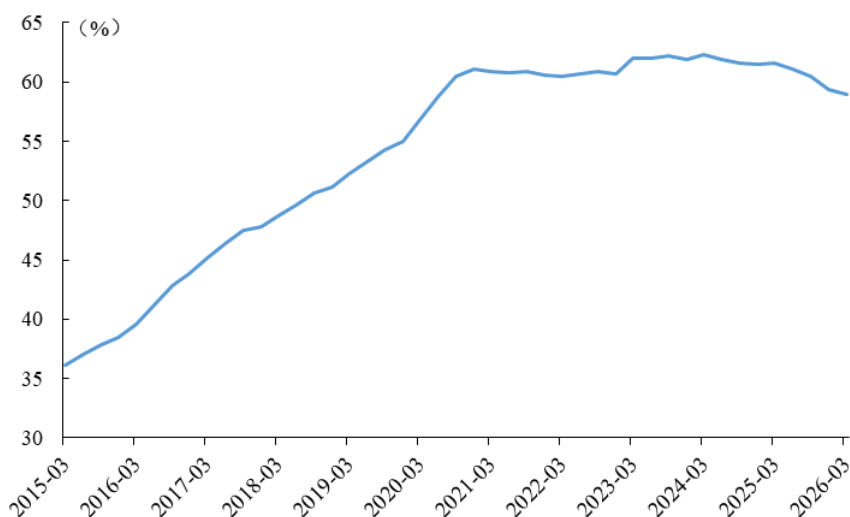


图4 居民部门杠杆率

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

一季度居民部门债务增速为-0.4%，自1995年三季度以来首次出现负增长。其中，预计房贷增速从2025年末的-1.8%降至-2.6%，自2023年二季度起连续12个季度负增长。消费性贷款（不包括房贷）增速从2025年末的0.7%降至-1.2%，首次出现负增长。经营性贷款增速为3.7%，较2025年末下降0.3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2025年末的59.4%回落至59.0%。

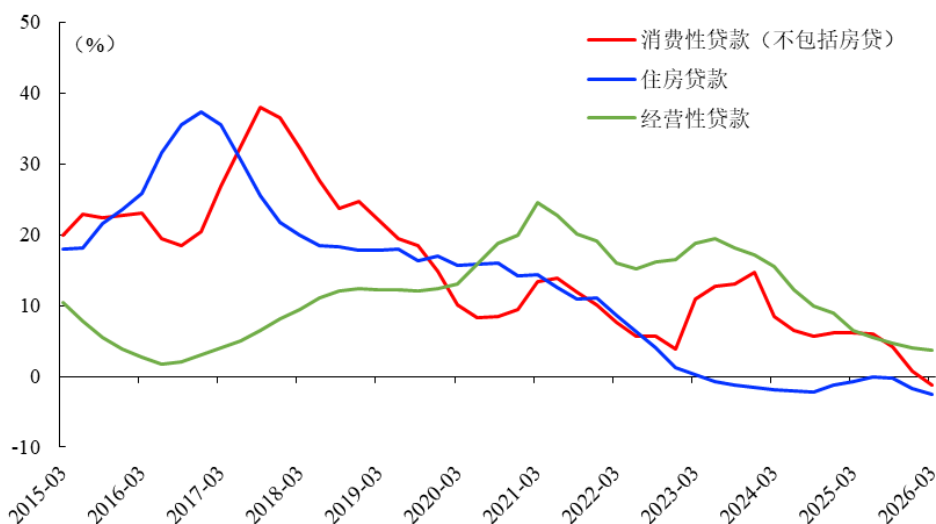


图5 居民部门各类贷款同比增速

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二手房市场成交回暖，价格止跌回稳。一季度一线城市房地产市场迎来小阳春行情，尤其是二手房市场呈现“成交放量、价格止跌、预期修复”的筑底回暖迹象，成为带动市场企稳的核心力量。2026年3月北京二手房成交19886套，同比增长3.4%，创15个月以来单月新高；二手房价格环比下跌0.31%，跌幅连续三个月收窄。上海发布楼市“沪七条”后，二手房交易活跃度明显提升，日均成交近千套，二手房挂牌均价环比由跌转涨，结束了此前连续33个月的下跌态势。

## 2. 负资产困局拖累消费贷款增速

剔除房贷负增长的拖累后，一季度普通消费贷增速降至-1.2%，首次出现负增长，主要有三方面原因：其一，房价整体呈现下跌态势，房产价值低于按揭贷款余额形成负资产，居民为保住房产而被迫去杠杆，造成消费需求收缩。其二，一季度居民人均可支配收入同比名义增长4.9%，扣除价格因素后实际增长4.0%，自2023年二季度以来首次低于GDP增速。其中，工资性收入、财产净收入增速逐季回落，收入预期转弱制约居民消费潜力。其三，尽管个人消费贷款享受1%的财政贴息，但受净息差收窄、整治低价内卷影响，消费贷产品年化利率普遍上调至3%以上，相当于银行部分挤占了补贴给居民的政策红利，消费信贷成本降幅不及预期。

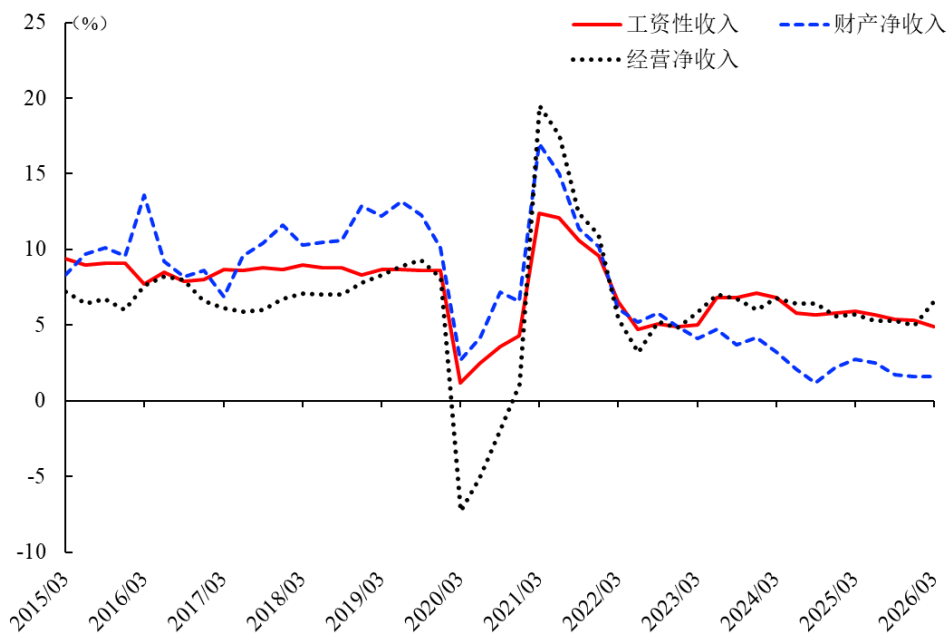


图6 居民人均可支配收入增速

数据来源：国家统计局。

## (二) 非金融企业杠杆率结构性分化

2026年一季度非金融企业杠杆率上升5.3个百分点，从2025年末的174.7%上升至180.0%。企业部门杠杆率结构性分化体现在两方面：一是社融结构中直接融资占比提升，债券融资替代银行贷款成为信用扩张的主要动力。二是输入性通胀对不同行业价格和利润造成结构性冲击，企业部门加杠杆意愿出现分化。

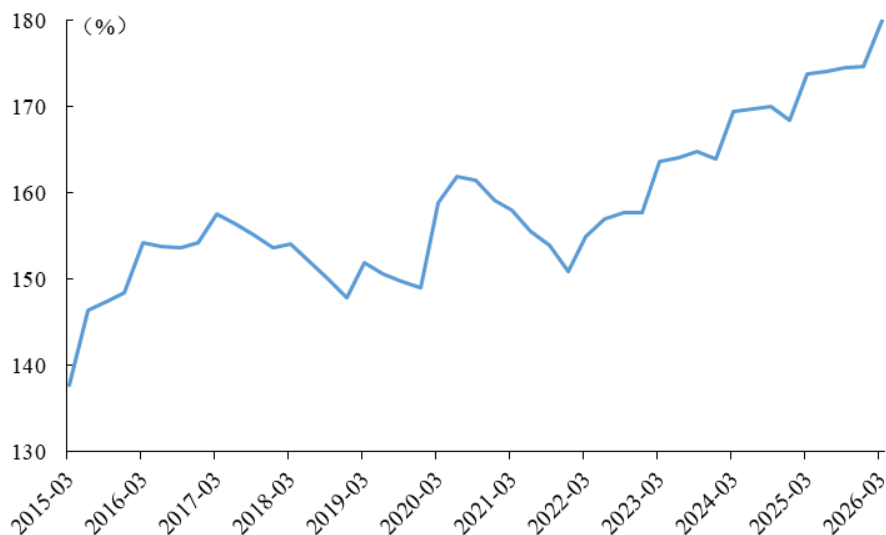


图7 非金融企业部门杠杆率

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. 企业债券融资规模扩大

一季度企业信贷投放保持较高规模（8.6 万亿元），其中，短期贷款同比多增 6200 亿元，中长期贷款同比少增 1600 亿元，反映企业部门信用扩张主要用于短期周转而非资本开支。在大力发展直接融资的政策导向下，一季度企业债券融资 1.05 万亿元，较 2025 年同期增长近一倍，一个重要原因是企业发债融资成本下降。5 年期 AAA 和 AA+ 企业债券到期收益率中枢分别为 1.92% 和 2.01%，较 2025 年四季度分别下降 9.1 和 11.7 个基点，与企业贷款加权平均利率（3.1%）相比成本优势明显，激励企业发债融资替代银行贷款。但需警惕债券与贷款利差过大可能诱发套利行为和资金空转，造成货币政策传导机制不畅。

一季度新增外币贷款 852 亿元，同比多增 1820 亿元，主要有两方面原因：一是进口增速回升带动外币贷款需求。外币贷款主要用于支付进口货款，一季度我国进口同比增长 22.7%，进口规模创历史同期新高。二是人民币汇率升值降低外币贷款成本。人民币汇率自 2025 年末突破 7.0 关口后加速上行，2026 年 2 月末在岸、离岸人民币均升破 6.85 关口，创 2023 年 4 月以来新高。经济基本面韧性和 A 股价值重估是支撑人民币持续走强的重要原因，美元信用受损带动包括人民币在内的非美货币普遍出现被动升值。此外，中国企业海外盈利能力提高，结汇需求集中释放进一步助推人民币涨势。

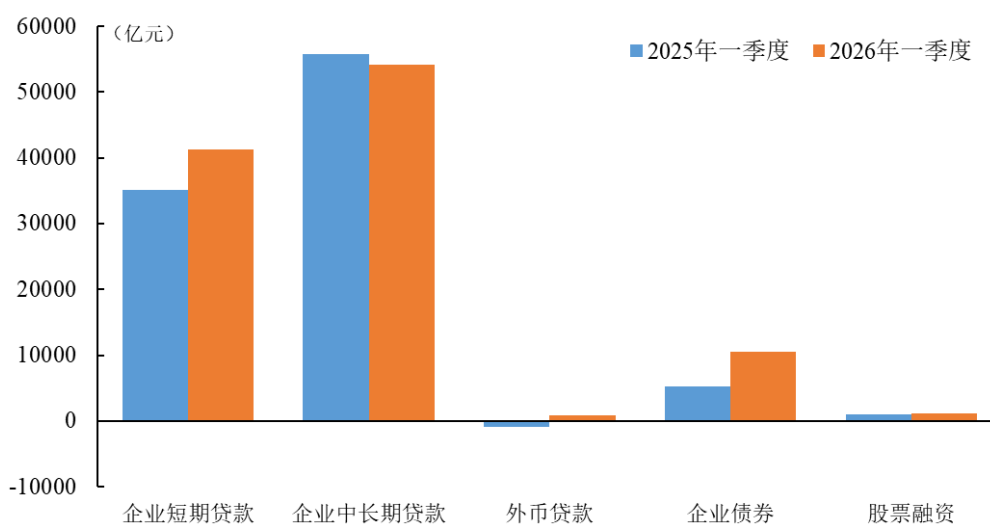


图 8 社融分项

数据来源：中国人民银行。

## 2. 输入性通胀的结构性冲击

2026年3月PPI同比增长0.5%，结束了连续41个月的负增长，主因是美以伊冲突带来的输入性通胀。一方面，中东能源基础设施受损叠加霍尔木兹海峡航运受阻，全球能源供给短缺，带动国内油气价格大幅上涨，3月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨15.8%和5.8%。另一方面，油气价格上涨通过成本渠道传导至产业链下游，相关化工行业价格明显走高，3月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业价格环比分别上涨3.6%和3.4%。

在有效需求不足的背景下，上游输入性通胀向终端消费和核心通胀传导有限。一季度CPI累计同比增长0.9%，创2023年5月以来新高。能源价格上涨对CPI上行提供重要支撑，3月交通工具用燃料价格环比上涨10.0%，创历史新高。剔除食品和能源价格后，一季度核心CPI累计同比增长1.2%，为2020年7月以来的最高水平，主要驱动因素是黄金饰品和以旧换新耐用品价格上涨，内生性消费动力仍不明显。

考虑到能源基础设施的修复周期较长，霍尔木兹海峡航运存在较大不确定性，全球能源和化工原料供给将长期存在缺口压力。输入性通胀推动PPI结构性上行，石油化工、交通运输等高耗能行业价格涨幅较大。有效需求不足导致上游输入性通胀难以顺利传导至中下游和终端消费，中下游企业利润承压制约投资信心和加杠杆意愿，需警惕“上游通胀、下游通缩”的类滞胀风险。

### （三）政府部门继续大幅加杠杆

2026年一季度政府部门杠杆率上升1.8个百分点，从2025年末的68.5%上升至70.3%。其中，中央政府杠杆率上升0.5个百分点，从2025年末的29.4%上升至29.9%；地方政府杠杆率上升1.3个百分点，从2025年末的39.1%上升至40.4%。**2026年继续实施更加积极的财政政策，赤字规模和支出规模均创新高：**赤字率拟按4%左右安排，赤字规模5.89万亿元，较2025年增加2300亿元；一般公共预算支出规模将首次达到30万亿元，较2025年增加1.27万亿元。考虑到拟发行超长期特别国债1.3万亿元、特别国债3000亿元、专项债4.4万亿元，2026年合计新增政府债务总规模11.89万亿元，广义赤字率达到8.1%，与2025年的8.4%大致相当，兼顾经济高质量发展和财政可持续性的需要。

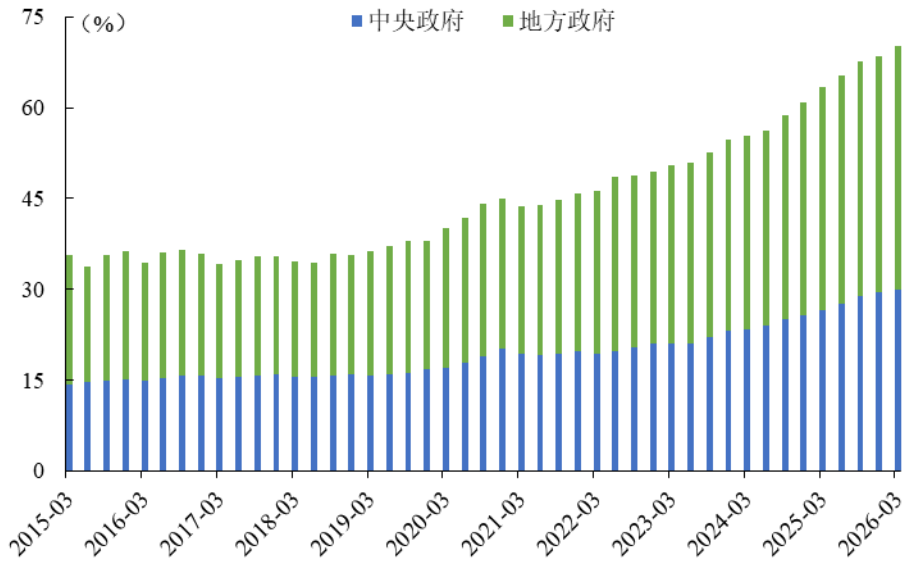


图9 政府部门杠杆率

数据来源：财政部、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

**专项债靠前发力，积极扩大有效投资。**一季度新增专项债发行 1.16 万亿元，同比增长 20.8%，发行节奏明显加快，主要投向市政和产业园区基础实施、交通基础设施、保障性安居工程、社会事业、土地储备等领域。专项债前置发行与 2025 年四季度新型政策性金融工具协同发力，带动一季度基建投资同比增长 8.9%，增速比 2025 年全年加快 10.4 个百分点。一季度土地储备专项债累计发行约 918 亿元，是 2025 年同期的两倍多，运用专项债资金收购闲置土地和存量商品房，成为地方政府盘活存量土地资产、改善房地产市场供求关系的重要抓手。

### 三、金融部门资产负债表分析

2026 年一季度末，中央银行总资产为 49.1 万亿元，商业银行总资产高达 488.7 万亿元，两者的资产规模比约为 1:10。中央银行的资产端主要为国外资产和央行贷款，负债端的核心是准备金存款和通货，两者构成了宏观经济的基础货币主体。商业银行资产端的企业贷款和居民贷款合计占总资产的 56.6%，是实体经济融资绝对主力。同时，商业银行持有政府债券高达 78.6 万亿元，反映出商业银行在配合积极财政政策、承接国债和地方债发行方面发挥了压舱石作用。商业银行负债端的主要资金来源是居民存款和非金融企业存款，体现了典型的间接融资体系特征。

表 1 2026 年一季度末金融部门资产负债表（万亿元）

部门	中央银行		商业银行	
	资产	负债	资产	负债
居民贷款			81.6	
企业贷款			194.9	
居民存款				174.5
非金融企业存款				74.3
财政性存款		5.0		1.8
机关团体存款				40.1
非银存款（计入 M2）		0.6		42.5
非 M2 存款				6.5
政府债券	2.3		78.6	
企业债券			10.2	
中央银行债券		0.2	0.0	
商业银行债券			29.2	48.5
通货		15.2	0.5	
准备金存款		25.6	23.1	
央行贷款	21.9			21.6
银行间拆借			13.1	13.1
银行与非银拆借			29.5	0.7
国外资产/负债	22.8	0.2	11.4	1.3
其他	2.2		16.5	25.4
净资产		2.1		38.6
总资产/总负债	49.1	49.1	488.7	488.7

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

### （一）商业银行存贷差继续扩大

2026 年一季度新增存款 14.05 万亿元，造成高达 4.99 万亿元的存贷差。居民新增存款高达 7.72 万亿元，在基本不借钱（仅贷款 0.32 万亿元）的情况下，居民大规模存钱。微观主体对未来不确定性的担忧，使其将流动性牢牢锁死在定期存款中。非金融企业存款仅增 2.94 万亿元，而代表资管产品资金的非银存款激增 2.42 万亿元。由于实体企业缺乏投资意愿，企业不再将闲置资金以存款形式留在银行表内。大规模资金发生了存款搬家，涌入了收益更高的理财子公司、同业存单或债券基金。这使得商业银行丧失了低成本的核心负债，只能被动提高同业负债的依赖度，推高了整个金融系统的脆弱性。

央行投放的基础货币，转化为商业银行的 8.74 万亿元企业贷款。但企业拿到钱后，因为没有好的投资项目，立刻将其购买理财或变为定期存款。同时居民

不买房、不消费，在银行形成 7.72 万亿元居民存款。庞大的信贷增量在实体经济中只运转了一半，就立刻以长期负债或表外理财的形式沉淀下来。

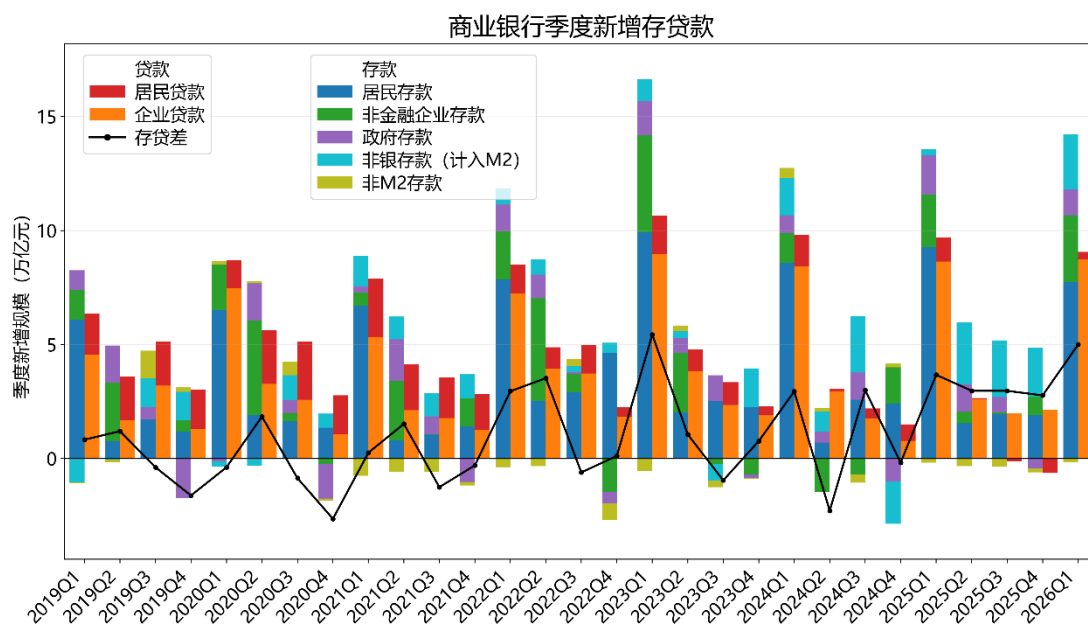


图 10 商业银行新增存贷款

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

## (二) 商业银行资产端进一步国债化

2026 年一季度，政府总债务新增高达 3.56 万亿元，中央银行新增持有政府债券为 552 亿元。自 2024 年三季度起，央行开始常态化、小额度地增持政府债券，这标志着中国基础货币投放机制的彻底重构。央行在二级市场大规模买卖国债，可以部分替代过去的 MLF 和外汇占款，成为流动性投放工具。商业银行新增持有政府债券 3.65 万亿元，这意味着商业银行不仅在一级市场上全部包揽了财政部新发行的 3.56 万亿元全部国债和地方债，而且还在二级市场上净买入存量旧债。自 2025 年 8 月起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入正式恢复征收增值税，之前公募基金作为银行合理避税通道的优势消失，大量理财和银行表内委外资金选择从公募债券基金中赎回。失去了低成本避税通道的商业银行只能亲自下场，剩余国债回流到商业银行资产负债表中，国债在商业银行总资产中的占比从 15.8% 上升至 16.1%。商业银行资产负债表大规模的新增国债，也成为新增存贷差的主要来源。

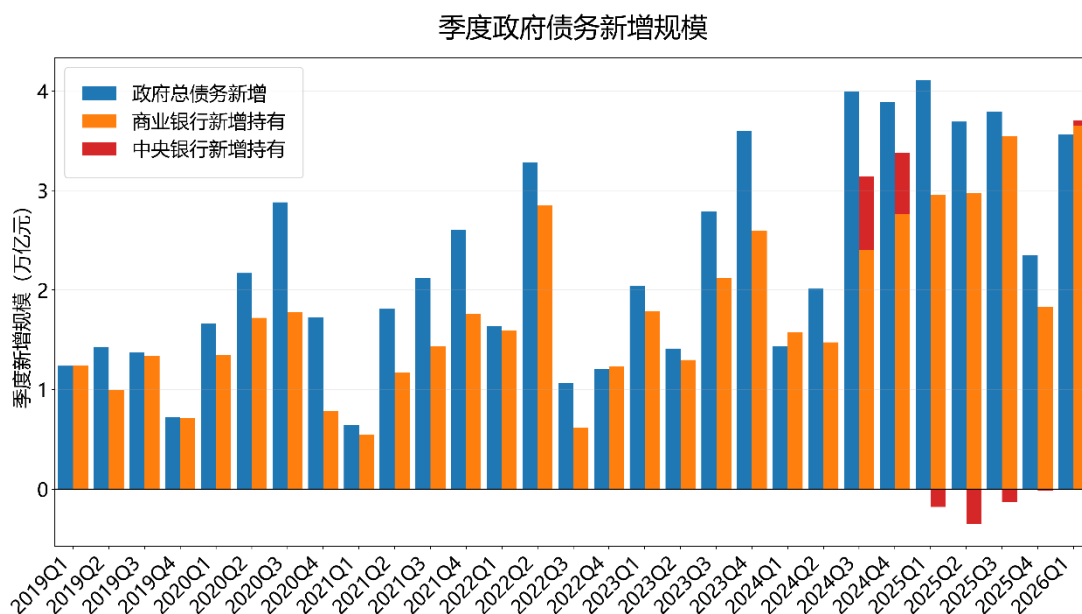


图 11 政府债务新增规模

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

### （三）非银机构从加杠杆到去杠杆

商业银行间拆借通常是吸收存款能力强的大型国有银行，将资金借给缺乏存款的中小银行（城商行、农商行）。商业银行向非银金融拆借，代表着商业银行将资金借给理财子公司、公募基金、券商资管等机构。2025 年二季度商业银行向非银金融拆借新增额创下了 2.09 万亿元的历史天量，反映了宏观经济的资产荒与资金的脱实向虚。实体经济有效信贷需求极度低迷，商业银行手握大量资金却找不到优质的贷款项目。为了避免资金闲置，银行大规模地将资金投向同业市场，融出给非银机构。公募基金、券商资管和理财产品等非银机构从商业银行融资用于购买政府债券和信用债。2025 年三季度商业银行向非银金融拆借跌至-1.58 万亿元，这与国债增值税免税政策的取消直接相关。公募基金等非银机构的预期收益率下降，被迫在二级市场抛售债券，并偿还来自于商业银行的杠杆资金。被抛售的债券最终回流到商业银行资产负债表中，导致商业银行向外部拆借资金的下降。经历了 2025 年下半年的监管规范调整及资产负债表调整后，金融体系的交易结构被彻底重塑。2026 年一季度，商业银行间拆借新增 8200 亿元，而向非银拆借新增仅为 1800 亿元。

金融体系季度新增拆借规模

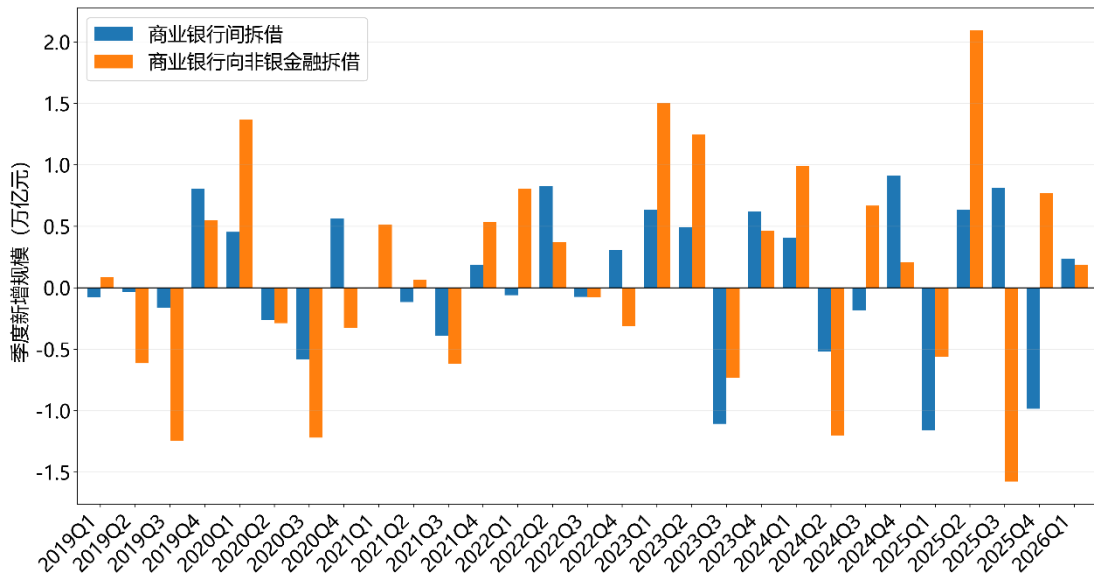


图 12 金融机构新增拆借规模

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

#### (四) 央行贷款结构性工具精准滴灌

2026 年一季度央行各项贷款工具的新增规模分别为：MLF 增加 1.05 万亿元、PSL 增加 1744 亿元、逆回购下降 4430 亿元、其它再贷款再回购增加 4064 亿元，流动性期限结构发生反转。2025 年一季度，代表中长期资金的 MLF 下降 9320 亿元，而逆回购增加 3.04 万亿元（以质押式逆回购为主）创出历史新高。这说明央行给市场提供“短钱”的意愿强烈，资金面呈现出紧平衡。2026 年一季度，央行的操作有所反转，逆回购回笼，1 年期的 MLF 大幅投放。当前金融体系的去杠杆压力或资金空转现象已得到缓解，首要任务是稳定商业银行的负债预期。通过提供长达 1 年的稳定基础货币，商业银行可以有更充足的底气去进行跨期资产配置。

从 2024 年二季度到 2025 年三季度，长达一年半的时间里，PSL 几乎全是净偿还，说明前期支持棚改或三大工程的资金在不断到期退出。但 2026 年一季度，PSL 出现了 1744 亿元的净投放，主要原因是 1 月央行通过 PSL 向政策性银行提供低成本的定向长期资金，通常被直接注入三大工程或保交楼项目。其它再贷款再回购的净投放量也高于过去几个季度，说明央行更加依赖结构性货币政策工具进行精准滴灌。

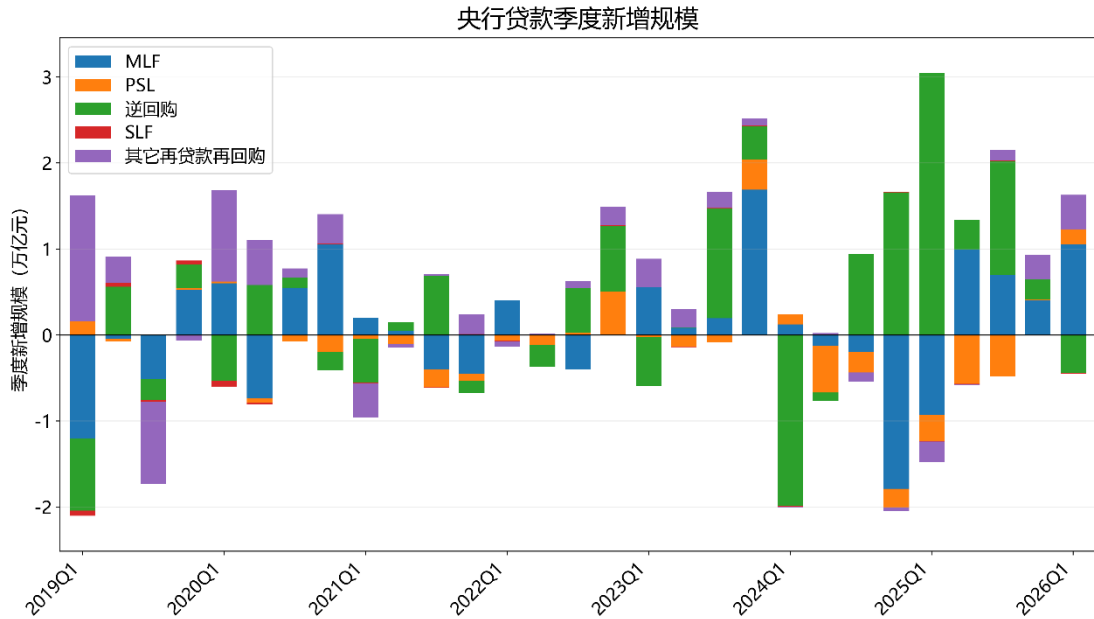


图 13 央行贷款新增规模

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

#### 四、宏观杠杆率趋势与政策展望

2026 年一季度，国内物价数据呈现积极变化，主因是美以伊冲突带来的输入性通胀，内生需求的拉动作用依然有限。物价企稳带动名义经济增长回升，GDP 缩减指数接近转正，有望扭转自 2023 年二季度起连续 11 个季度为负的局面，从而缓解宏观杠杆率被动上升压力。但从长远看，保持宏观杠杆率基本稳定较大程度上依赖于通胀预期改善和名义增长回升的持续性。能源供给冲击虽能在短期内推高价格，但受制于有效需求不足，上游输入性通胀难以顺利传导至中下游和终端消费，无法形成“物价—工资”良性循环。在乌克兰危机带来输入性通胀、日元汇率贬值的背景下，日本推出综合经济救助计划，顺势打破“物价—工资”通缩螺旋，走出持续近 30 年的通缩状态和低利率时代。以史为鉴，我国可抓住结构性通胀契机，扭转国内通缩预期，同时加快落实城乡居民增收计划，提高实际购买力并稳定通胀预期，从而提振消费、扩大内需。

**第一，财政政策靠前发力，统筹用好增量资金和存量资产。**加快政府债券发行使用，锚定名义经济增长目标扩大财政支出规模，在结构上更多向提振消费、投资于人、民生保障倾斜。积极盘活利用存量资产，推动地方经济从“土地财政”向“国资运营”转型，通过提高国有资本收益收取比例、划转国有资本充实社保

基金等方式，将政府盘活的存量财富向居民部门适度转移，支持修复资产负债表。

**第二，货币政策结构优化，稳定市场预期。**考虑到输入性通胀对全面降准降息形成一定掣肘，货币政策适时结构性降准降息，为财政扩张创造低利率环境，并通过稳定通胀预期扩大有效投资。理顺银行贷款与债券融资之间的比价关系，防止价差扭曲引起资金空转套利，提高金融资源配置效率。

**第三，降低居民房贷负担，防控负资产风险。**对于短期收入下降但具备中长期偿债能力的家庭，鼓励商业银行实行“房贷展期+先息后本”批量重组，央行提供再贷款支持，避免大规模断供引发风险集中暴露。依托深圳经验，稳步扩大个人住房破产制度试点，建立债务出清和信用修复机制，避免房贷压力挤占居民消费空间。

**第四，加快落实城乡居民增收计划，更大力度提振消费。**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。稳步提高最低工资标准，使其与经济增长、社会平均工资增长相匹配。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。

**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。