



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

2025 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、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。

宏观杠杆率首破 300%，私人部门信用扩张趋缓

——2025 年二季度宏观杠杆率报告

摘要

- 2025 年二季度，宏观杠杆率上升 1.9 个百分点，从一季度的 298.5% 提高至 300.4%。居民和企业部门债务增速仍处于历史低位，政府部门债务继续大幅扩张。物价持续低位运行拖累名义 GDP 增速创 2023 年以来新低，宏观杠杆率被动快速上行，首次突破 300%。
- 私人部门信用扩张趋于放缓。一方面，尽管耐用品以旧换新支撑消费贷款增长，但房地产销售转跌和提前还贷增加导致房贷规模收缩，拖累居民部门再度转向去杠杆。另一方面，中长期信贷边际改善和票据融资大幅减少，缓解企业部门杠杆率虚高倾向，整治部分新兴产业内卷式竞争，将推动民营企业缓慢去杠杆。
- 未来一段时期，宏观调控重心是促进物价合理回升和提振名义经济增长，避免宏观杠杆率被动上升加剧金融风险积累。一是政府部门继续加杠杆“投资于人”，释放居民消费潜力。二是推进以人为本的内涵式城镇化，激活农业转移人口市民化蕴含的加杠杆空间。三是助力企业突破技术发展周期，走出内卷式竞争和被动去杠杆。

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

● 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：名义经济增长创近两年新低，宏观杠杆率被动上升 .	1
二、分部门杠杆率分析	3
(一) 居民部门再度转向去杠杆	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) 金融部门杠杆率大幅回升	10
三、提振名义经济增长，遏制宏观杠杆率被动上升	11

一、总判断：名义经济增长创近两年新低，宏观杠杆率被动上升

2025 年二季度，宏观杠杆率上升 1.9 个百分点，从一季度的 298.5% 提高至 300.4%。其中，居民部门杠杆率下降 0.4 个百分点，从一季度的 61.5% 降低至 61.1%；非金融企业杠杆率上升 0.3 个百分点，从一季度的 173.7% 提高至 174.0%；政府部门杠杆率上升 2.0 个百分点，从一季度的 63.3% 提高至 65.3%。M2/GDP 上升 0.8 个百分点，从一季度的 239.2% 提高至 240.0%；社融存量/GDP 上升 2.4 个百分点，从一季度的 310.3% 提高至 312.7%。

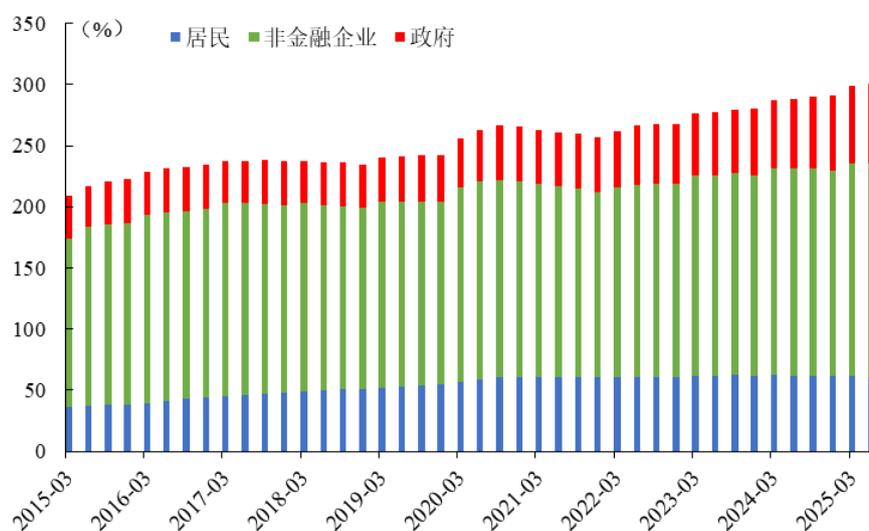


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

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，政府部门债务大幅扩张。随着财政政策靠前发力和信贷需求边际修复，二季度实体经济债务同比增速从一季度的 8.5% 继续回升至 8.9%。其中，居民和企业部门债务同比分别增长 3.0% 和 6.9%，增速与一季度持平，继续处于历史低位。财政政策更加积极并靠前发力，政府部门债务同比大幅增长 21.1%，增速创 2021 年以来新高。

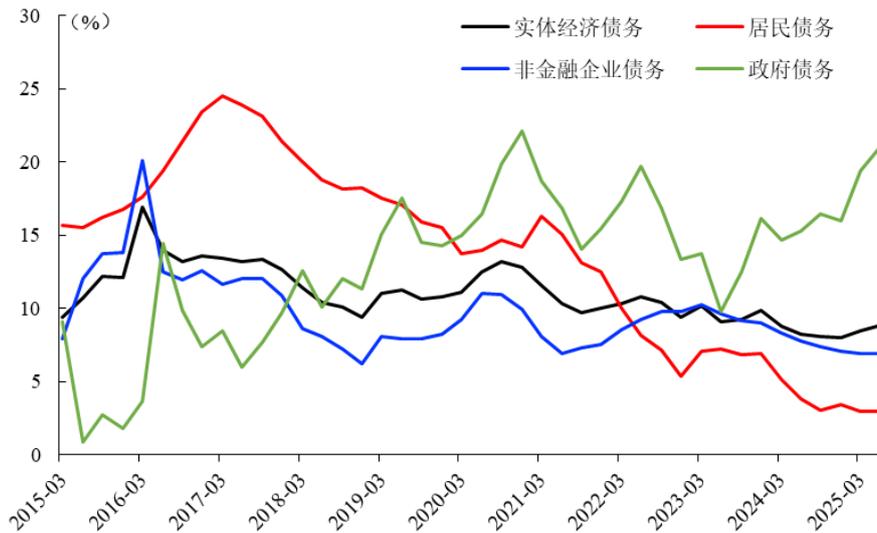


图2 各部门债务同比增速

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，宏观杠杆率被动快速上升。2025 年二季度，党中央统筹国内经济工作和国际经贸斗争，有效实施更加积极有为的宏观政策，实际 GDP 同比增长 5.2%，连续三个季度保持在 5% 以上。但物价持续低位运行拖累名义 GDP 增速继续放缓至 3.9%，创 2023 年以来新低，与实际 GDP 增速之间的缺口（即 GDP 缩减指数）进一步扩大至 -1.3%，自 2023 年二季度起连续九个季度为负。2020 年一季度宏观杠杆率首次超过 250%，经历 12 个季度达到 275% 以上，此后由于名义 GDP 增速下降快于实体经济债务增速，仅用 9 个季度就快速突破 300%。

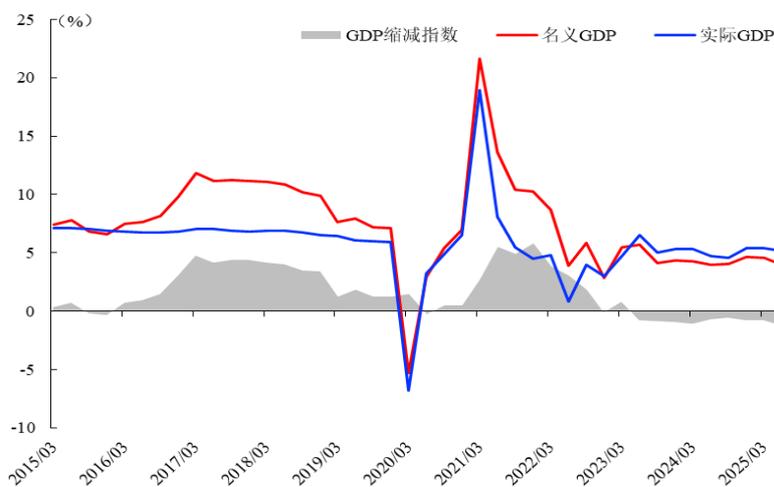


图3 实际与名义 GDP 同比增速

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) 居民部门再度转向去杠杆

2025年二季度，居民部门杠杆率下降0.4个百分点，从一季度的61.5%降低至61.1%。由于房地产市场止跌回稳基础不牢和服务消费潜力尚未充分释放，居民部门再度呈现去杠杆趋势。从国际比较来看，2008年国际金融危机以来，美国居民部门杠杆率从98.6%降至2024年末的69.2%；1990年房地产泡沫破裂后，日本居民部门杠杆率从71.1%降至2015年末的59.5%，此后重新加杠杆至2024年末的65.1%。我国居民部门杠杆率一直低于美国和日本，政策引导居民部门平稳去杠杆，房贷占总债务的比重从2020年的55.2%降至2025年二季度的44.9%，房贷违约引发的过快去杠杆风险总体可控。

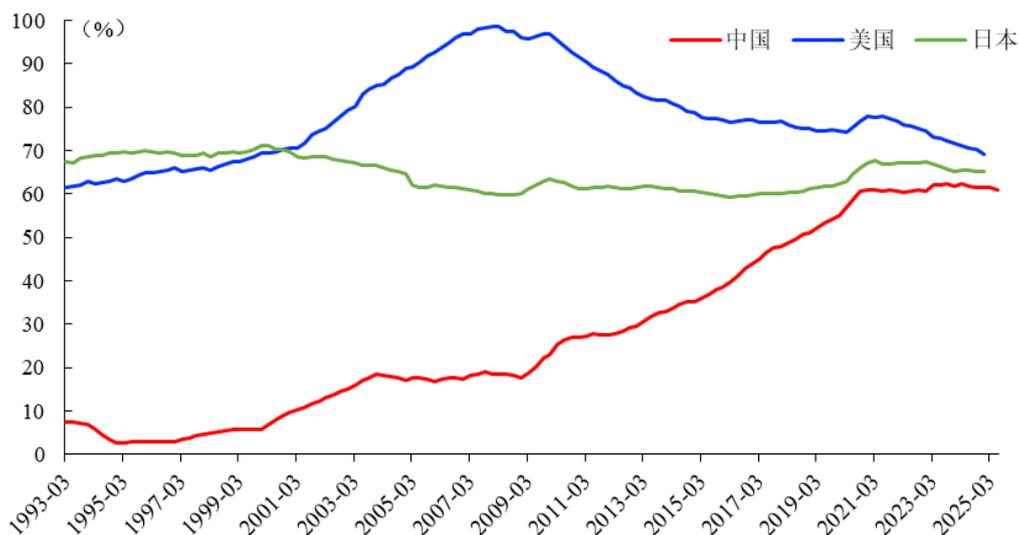


图4 居民部门杠杆率的国际比较

数据来源：中国人民银行、国家统计局、国际清算银行；国家资产负债表研究中心。

1. 住房贷款规模再度收缩

2025年二季度，居民部门债务同比增长3.0%，增速与一季度持平。其中，消费性贷款（不包括房贷）增速为6.0%，较一季度下降0.1个百分点；房贷增速为-0.1%，降幅较一季度收窄0.6个百分点；经营性贷款增速为5.4%，较一季度下降1.0个百分点。自2023年二季度起，居民房贷连续9个季度负增长，随着政策更大力度推动房地产市场止跌回稳，房贷同比降幅从2024年第三季度的-2.2%持续收窄至-0.1%。但从环比变化来看，二季度房贷余额环比减少1600亿元，连

续两个季度正增长之后再度转负，反映居民加杠杆购房意愿转弱。

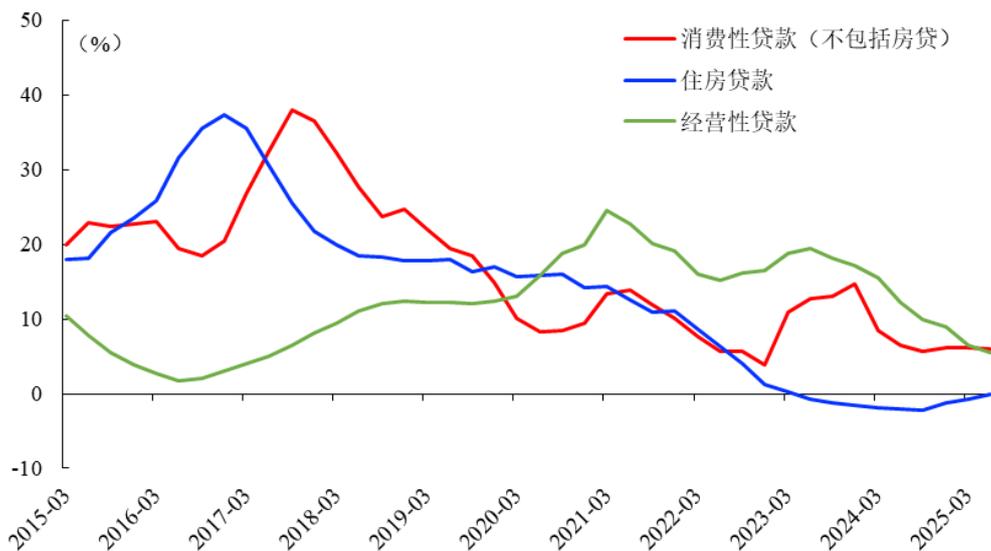


图5 居民部门各类贷款同比增速

数据来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

二季度房地产销售和**投资降幅扩大，止跌回稳基础不牢**。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。前期处于“以价换量”局部修复，但房价持续下行通过财富效应削弱居民购房意愿和能力，房地产销售“量价齐跌”压力在二季度初步显现。从成交量看，二季度全国新建商品房销售面积、销售额同比分别下降3.5%和5.5%，降幅较一季度扩大0.5和3.4个百分点。从价格看，二季度全国70个大中城市新房和二手房价格环比降幅逐步扩大，特别是率先企稳的一线城市新房和二手房价格环比由涨转降，房价重回下行区间。从投资端看，上半年房地产投资同比下降11.2%，降幅持续扩大主要受房企流动性压力拖累。自2021年起，房企债务违约风险呈现分层扩散态势，高杠杆运营、多元化布局的大型民营房企率先债务爆雷，逐步蔓延至中小民营房企和具有国资背景的混合所有制房企。在销售和利润大幅下降、经营性现金流转负的背景下，原本经营和治理状况较好的房企也有债务爆雷的可能。2025年5月以来，央企地产巨头保利发展旗下公司首次发生信托实质性违约，涉及存续规模9.4亿元；低杠杆运营的港资房企也不能独善其身，港龙中国地产和新世界发展首次出现美元债违约。

实际房贷利率上升导致提前还贷增加。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。二季度房贷偿还规模约为 5073.6 亿元，较一季度增加 3900.3 亿元，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，但仍处于 10% 左右的历史高位，促使居民提前还贷减轻债务负担。2025 年 5 月，央行下调政策利率 0.1 个百分点并降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，有助于缓解提前还贷造成的信用收缩。

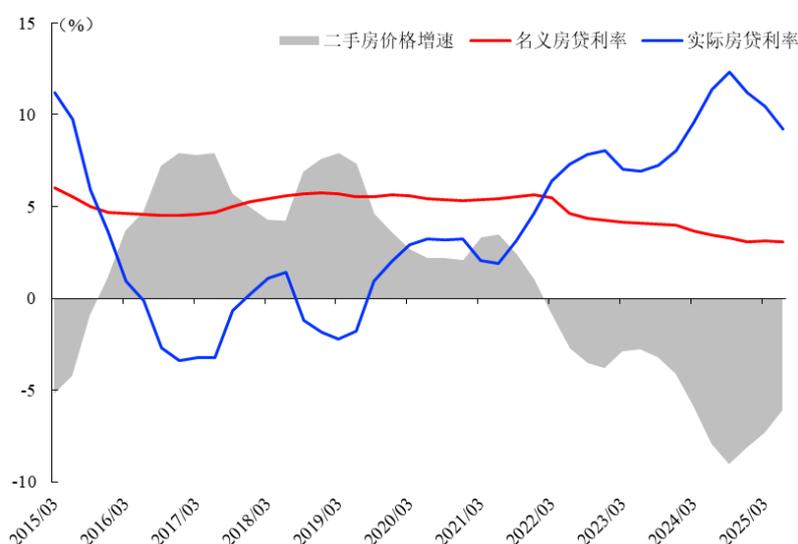


图 6 名义和实际房贷利率

数据来源：中国人民银行、国家统计局。

2. 耐用品以旧换新支撑消费贷款增长

剔除房贷负增长的拖累后，二季度普通消费贷增速为 6.0%，增长韧性主要得益于耐用品消费前置。2025 年以来，随着消费品以旧换新加力扩围和网购促销活动提前启动（618 购物节提前至 5 月 13 日），上半年家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额同比分别增长 30.7%、24.1%、25.4% 和 22.9%，对社会消费品零售总额增长的贡献率从年初的 22.8% 提高至 6 月的 38.6%。相比之下，以医疗保健、教育文化娱乐服务为代表的发展型消费增速稳中趋缓，从一季度的 8.8% 降至 6.6%。服务消费恢复进度慢于商品消费的主

要原因是服务消费的收入弹性较高，居民收入下降和财富缩水对服务消费的制约作用更为明显。我们对 2014~2024 年居民人均可支配收入增速与消费支出增速进行相关性分析，结果显示：交通通信、教育文化娱乐、医疗保健等服务消费的收入弹性为 2.8，显著高于食品、烟酒、衣着等商品消费的收入弹性 0.9。

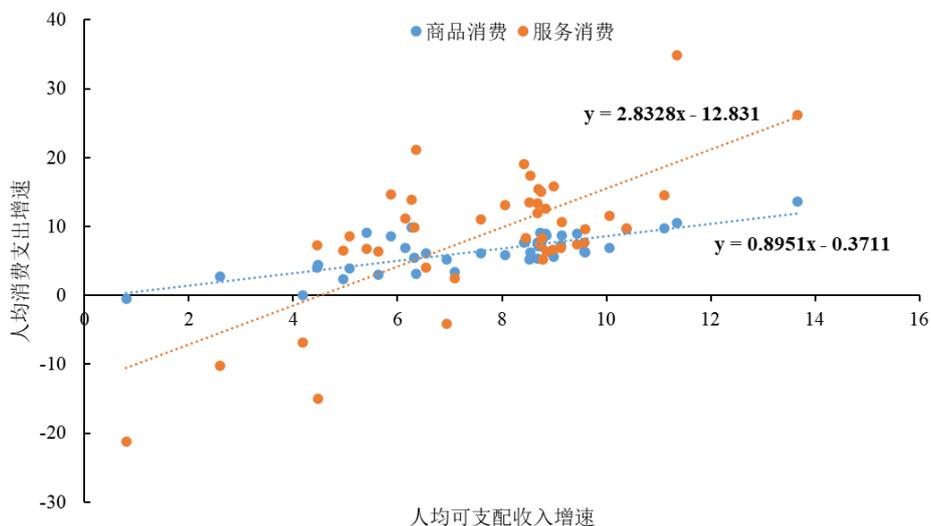


图 7 消费收入弹性

数据来源：国家统计局。

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，这一透支效应在二季度初步显现。2025 年 6 月部分地区以旧换新补贴暂缓，拖累耐用品消费增速出现回落。下半年中央财政下达 1380 亿元补贴资金，确保以旧换新政策接续实施。长期来看，服务消费具有消费频次高、乘数效应强、增长可持续等特点，是全方位扩大国内需求的重要抓手。从国际比较来看，2024 年我国居民人均服务性消费支出占人均消费支出的比重为 46.1%，基本恢复至疫情前水平（2019 年服务消费占比为 45.9%），但与发达国家相比还有较大增长空间，美国、日本服务消费占比分别为 68.5%和 54.7%。不同于一般商品符合同质化供给增加、价格下降的供需规律，服务消费呈现差异化供给扩大、价格上升的定价逻辑。具体而言，服务消费需求增加激励企业扩大差异化、个性化服务供给，价格上涨带动企业盈利改善和就业岗位增加，有助于稳定就业并提高居民收入，从而形成“消费扩大—物价提升—工资增长”的良性循环。

（二）非金融企业杠杆率增长放缓

2025 年二季度，非金融企业杠杆率上升 0.3 个百分点，从一季度的 173.7% 提高至 174.0%。由于中长期信贷边际改善和票据融资大幅减少，此前企业部门

杠杆率虚高倾向有所缓解。整治内卷式竞争强调以市场化方式出清部分新兴产业落后产能，将推动民营企业缓慢去杠杆。

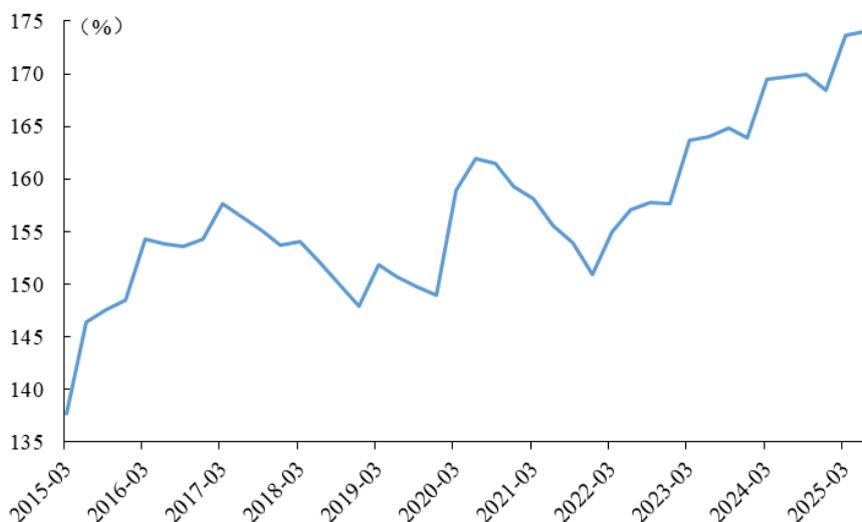


图 8 非金融企业部门杠杆率

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. 企业信贷需求边际回暖

2025 年二季度，企业部门债务同比增长 6.9%，增速与一季度持平。随着中美经贸关系阶段性缓和以及综合整治内卷式竞争初显成效，企业信贷需求边际回暖，主要体现在三方面。一是企业短期贷款大幅增长。5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈达成阶段性协议，互相调降 115% 的惩罚性关税（其中，91% 的关税直接取消，24% 的关税在 90 天内暂停实施），这一谈判结果极大稳定了市场预期。同时，多地发行专项债用于偿还政府拖欠企业账款，有助于改善企业流动性和经营预期。在国内外积极因素的共同作用下，企业经营周转加快带动短期贷款同比大幅多增 6500 亿元，创 2023 年二季度以来新高。二是企业中长期贷款边际改善。继 2025 年《政府工作报告》对综合整治内卷式竞争作出安排之后，多部门加大力度治理企业低价无序竞争，新能源汽车、锂电池、光伏等新兴产业价格降幅收窄，缓解企业“增产不增收、增收不增利”的经营压力。二季度企业中长期贷款同比少增 2900 亿元，创 2023 年四季度以来最小降幅，显示企业生产投资活力开始恢复。三是票据融资冲量明显缓解。二季度企业票据融资仅增加 4978 亿元，同比少增 6582 亿元，一季度票据融资冲量带来的杠杆率虚高倾向得到缓解。此外，2025 年 4 月美国宣布加征对等关税以来，美元指数大幅走弱并跌破 100，

境外融资成本下降激励企业增加外币贷款。二季度企业外币贷款增加 329 亿元，自 2024 年二季度以来首次由负转正。

2. “反内卷”推动民营企业缓慢去杠杆

在新旧动能转换的过程中，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**，因新能源替代效应而面临需求不足。2022 年以来，煤炭开采和洗选业产能利用率从 76.4%震荡下行至 2025 年二季度的 69.3%，煤炭市场供大于求压力持续显现。二是**水泥、玻璃等建材类化工品**，房地产投资持续低迷传导至上游建材行业引起需求收缩。2021 年下半年以来，房地产市场进入深度调整阶段，以水泥、玻璃为代表的非金属矿物制品业产能利用率从 72.6%震荡下行至 2025 年二季度的 62.3%。三是**新能源、高端装备、新一代信息技术等部分新兴产业**，典型行业如汽车制造、电气机械和器材制造、计算机和通信设备制造业，产能利用率降至 75%以下。新兴产业出现供需结构性矛盾，与技术发展规律密切相关。技术创新呈现突破性、跳跃性和革命性等非连续特征，新兴产业发展初期存在不确定的多种技术路线，企业往往“多线押注”增加投资，导致技术迭代更新过程中产能扩张速度超过需求释放速度。

2015~2018 年，我国通过供给侧结构性改革实现煤炭、钢铁、水泥、玻璃等传统行业产能出清，并推动国有企业杠杆率总体下降。与之相比，**本轮整治内卷式竞争侧重于以市场化方式淘汰部分新兴产业落后产能，结构性去杠杆更多体现为民营企业杠杆率缓慢降低**。2019 年以来，规模以上私营工业企业杠杆率被动上升，主要原因是利润亏损和账款拖欠加大现金流压力，导致企业通过增加债务来弥补资金缺口。为避免民营企业被动加杠杆积累金融风险，本轮“反内卷”重在打破企业“低价竞争—利润压缩—被动负债”的恶性循环，盘活被低效占用的金融资源。考虑到部分新兴产业集中在终端消费，行业需求仍处于上行周期，且民营企业占比较高，不再适合通过行政手段去产能。当前更多借助市场自发引导治理供需失衡会拉长落后产能出清周期，推动民营企业缓慢去杠杆，规模以上私营工业企业杠杆率已呈现稳中趋缓态势。长期来看，淘汰落后产能有助于将金融资源从低效内卷企业重新配置到发展新质生产力所需的创新型企业，掌握核心硬科技的民营企业有望凭借技术优势，率先扩大先进产能并改善盈利，进而步入主动加杠杆阶段。

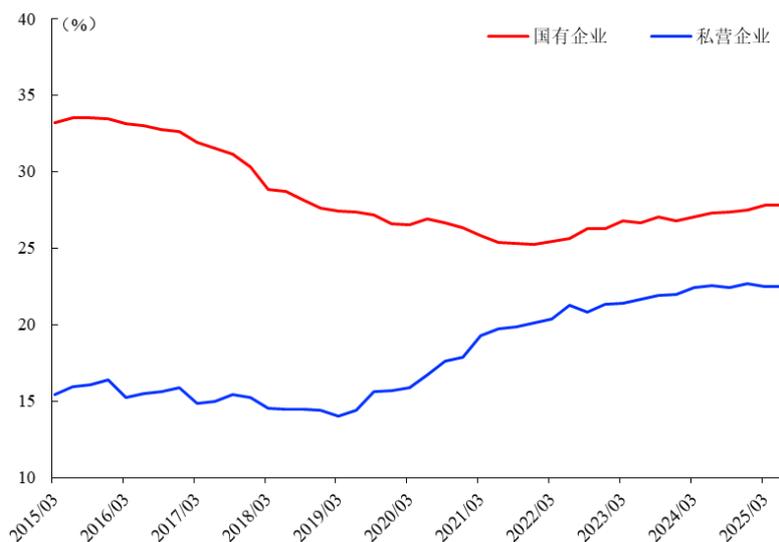


图9 规模以上工业企业杠杆率

数据来源：国家统计局；国家资产负债表研究中心。

（三）政府部门继续大幅加杠杆

2025年二季度，政府部门杠杆率上升2.0个百分点，从一季度的63.3%提高至65.3%。其中，中央政府杠杆率上升1.1个百分点，从一季度的26.5%提高至27.6%；地方政府杠杆率上升1.0个百分点，从一季度的36.8%提高至37.8%。**2025年上半年，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四个季度保持在2.0个百分点以上。**从发力节奏看，2025年超长期特别国债发行节奏明显前置，集中在4~10月发行，较去年5~11月的发行窗口整体提前约一个月。从政策力度看，通过提高财政赤字率、安排更大规模政府债券，加大逆周期调节力度。二季度发行国债4.58万亿元，单季发行规模创历史新高；其中，发行超长期特别国债5550亿元，较2024年同期进度加快18个百分点。2024年底出台《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52号）后，专项债发行使用进度明显加快。2025年上半年，全国发行新增专项债2.16万亿元，同比增长45%，发行进度达到49%；其中，发行专项债用作项目资本金1917亿元，同比增长16%。

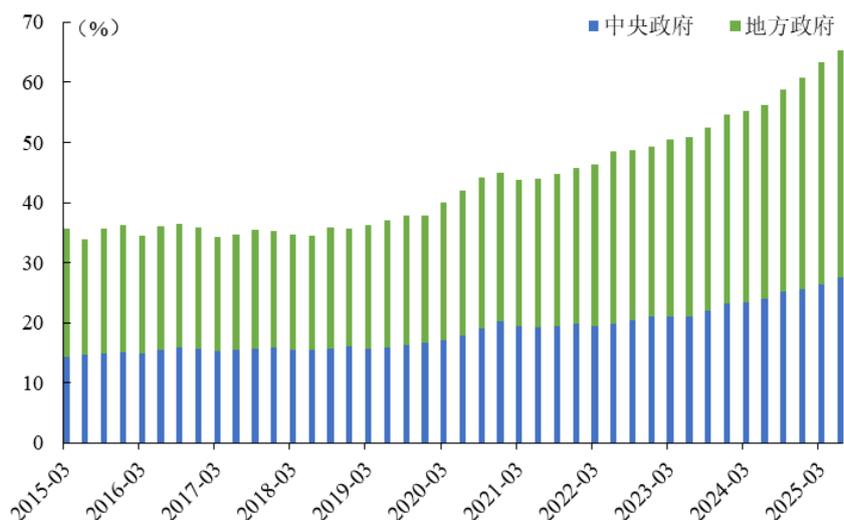


图 10 政府部门杠杆率

数据来源：财政部、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

在政府部门加杠杆力度不减的同时，财政支出结构不断优化，更加注重惠民生、促消费、增后劲，帮助居民和金融部门修复资产负债表。一是中央财政已下达就业补助资金 667.4 亿元、医疗保障服务补助资金 5522 亿元、困难群众救助补助资金 1566.8 亿元，支持民生力度不断加大。二是 2025 年上半年拨付超长期特别国债资金 1620 亿元用于消费品以旧换新，降低居民消费成本，下半年接续下达补贴资金 1380 亿元，确保政策覆盖全年。三是上半年发行特殊再融资专项债 1.8 万亿元，完成全年额度的 90%，大幅减轻地方还本付息压力，腾出更多资源用于保民生、促发展。四是二季度发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提高金融服务实体经济能力。

（四）金融部门杠杆率大幅回升

2025 年二季度，资产方口径下的金融部门杠杆率上升 1.4 个百分点，从一季度的 50.3%提高至 51.7%；负债方口径下的金融部门杠杆率上升 2.4 个百分点，从一季度的 69.4%提高至 71.7%。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。二季度 A 股市场受对等关税扰动大幅调整，银行增加配置债券等避险资产，叠加 5 月降准 0.5 个百分点，银行间市场流动性整体宽松并传导至非银体系。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。

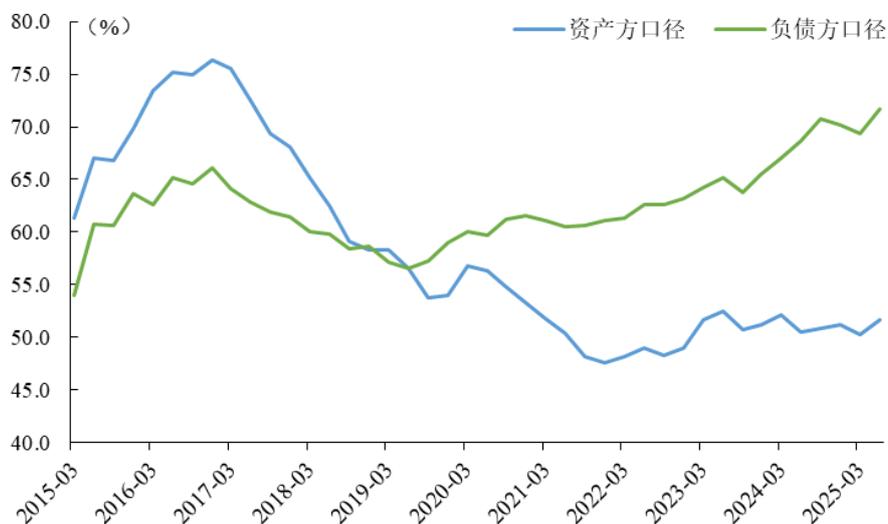


图 11 宽口径金融部门杠杆率

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、提振名义经济增长，遏制宏观杠杆率被动上升

物价是民生冷暖的“温度计”，名义增长放缓影响微观主体对经济增长的获得感。2023 年三季度以来，虽然实际经济增速在 5% 左右保持稳定，但名义增长中枢降至 4.2%，宏观数据和微观感受之间的“温差”随之拉大。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，严重抑制了市场信心和经济活力。因此，未来一段时期，宏观调控重心应放在促进物价合理回升和提振名义经济增长上，避免宏观杠杆率被动上升加剧金融风险积累。

一是政府部门继续加杠杆“投资于”，释放居民消费潜力。中央财政可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”。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，缓解中低收入群体消费的后顾之忧。引导财政补贴从耐用品消费向服务消费倾斜，推动消费需求稳定可持续增长。二是推进以人为本的内涵式城镇化，激活农业转移人口市民化蕴含的加杠杆空间。研究表明，如果近 3 亿农业转移人口按照城市居民

消费方式消费,人均消费支出将增长 27%,这对于提振消费、扩大内需意义重大。要深入贯彻落实中央城市工作会议精神,高质量推动农业转移人口市民化。探索城市间居住证年限和社保年限积分互认和置换机制,畅通农业转移人口落户渠道。加强农民工职业技能培训,健全与流动人口相匹配的基本公共服务供给机制,提升农业转移人口人力资本。三是**助力企业突破技术发展周期,走出内卷式竞争和被动去杠杆**。加快科技创新是企业打开市场空间、防止内卷式竞争的根本出路,要遵循技术发展规律培育耐心资本,搭建政产学研合作平台,支持企业加快关键核心技术攻关和科技成果转化,帮助企业平稳度过技术发展周期。随着财政补贴、减税优惠等供给侧政策的创新激励效果逐渐减弱,加强需求导向型产业政策调控,发挥新型消费、政府采购对创新的支持作用,加快创新产品应用和迭代升级。

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。