



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 2 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、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、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。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

一揽子增量政策落地显效 宏观杠杆率踏上再平衡之路

——2024 年度宏观杠杆率报告

摘 要

- 2024 年宏观杠杆率被动攀升，但涨幅收窄。一方面，实体经济债务全年同比增长 8.0%，其中居民和企业部门债务分别同比增长 3.4%和 7.0%，处于历史较低水平。另一方面，名义经济增速进一步放缓至 4.2%，GDP 缩减指数连续七个季度为负。债务扩张与名义经济增速双降导致宏观杠杆率上升 10.1 个百分点，涨幅低于 2023 年。
- 随着一揽子增量政策落地显效，四季度宏观杠杆率结构趋于“再平衡”。房地产销售边际回暖和耐用品消费增长推高信贷增速，居民部门去杠杆节奏趋缓。由于融资需求不足和存量债务偿还，非金融企业杠杆率增长放缓。政府部门大幅加杠杆化债，推动隐性债务显性化。值得强调的是，2021~2024 年，政府部门杠杆率分别上升 0.8、3.6、5.3 和 6.1 个百分点，反映出政府在持续加大逆周期调节力度。
- 展望 2025 年，提高名义经济增速关键在于找到新的加杠杆主体和方式，以宏观杠杆率的再平衡来全方位扩大国内需求。一是通过改善收入预期和增加存量财富，稳定居民部门杠杆率，促进发展型消费。二是支持民营企业和科创企业加杠杆，抵消房企和地方融资平台去杠杆带来的紧缩效应。三是用好用足财政扩张空间，充分发挥杠杆撬动和风险缓释作用。

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

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

地方区域财政

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：债务扩张与名义经济增速双降，宏观杠杆率涨幅收窄	1
二、分部门杠杆率分析	3
（一）居民部门杠杆率连续三个季度下降	3
（二）非金融企业杠杆率增长放缓	5
（三）政府部门加杠杆力度增大	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）居民部门稳杠杆	10
（二）民营企业和科创企业接力加杠杆	11
（三）政府部门加杠杆提速增效	12

一、总判断：债务扩张与名义经济增速双降，宏观杠杆率涨幅收窄

2024 年第四季度宏观杠杆率上升 0.4 个百分点，从三季度末的 290.2% 上升至 290.6%。其中，居民部门杠杆率下降 0.2 个百分点，从三季度末的 61.6% 下降至 61.4%；非金融企业杠杆率下降 1.5 个百分点，从三季度末的 169.9% 下降至 168.4%；政府部门杠杆率上升 2.1 个百分点，从三季度末的 58.7% 上升至 60.8%。M2/GDP 上升 0.2 个百分点，从三季度末的 232.2% 上升至 232.4%；社融存量/GDP 上升 0.9 个百分点，从三季度末的 301.8% 上升至 302.7%。

全年来看，宏观杠杆率共上升 10.1 个百分点，四个季度分别上升 6.6、0.7、2.4 和 0.4 个百分点。其中，居民部门杠杆率共下降 0.5 个百分点，四个季度分别变化 0.4、-0.5、-0.2 和 -0.2 个百分点；非金融企业杠杆率共上升 4.5 个百分点，四个季度分别上升 5.6、0.2、0.2 和 -1.5 个百分点；政府部门杠杆率共上升 6.1 个百分点，四个季度分别上升 0.6、1.0、2.4 和 2.1 个百分点。在私人部门资产负债表修复的过程中，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。

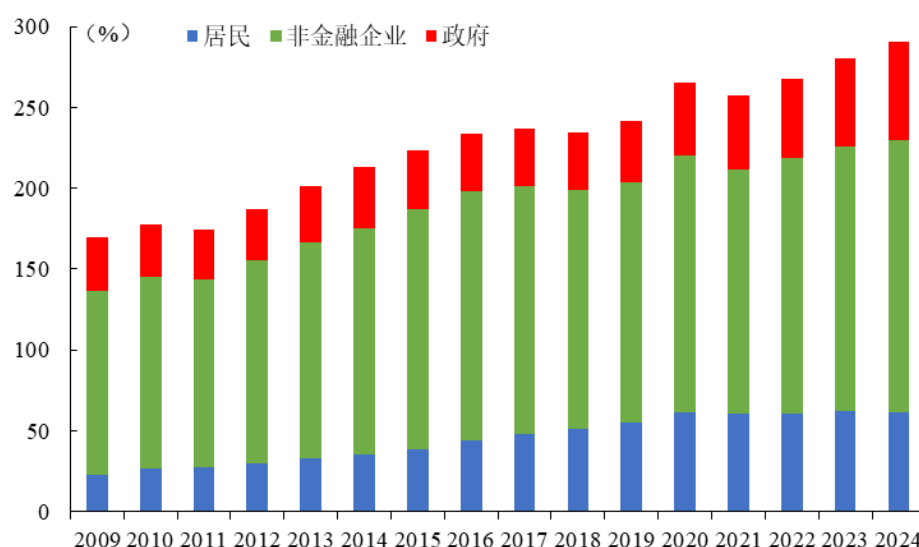


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

资料来源：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。

注：根据国家统计局修订后的 2023 年 GDP 核算结果，本报告调整了 2023~2024 年宏观杠杆率的估算结果，与之前的报告有微小偏差。

实体经济债务增速持续下降。2024 年实体经济债务同比增速逐季下滑，从

2023 年末的 9.9% 降至 2024 年末的 8.0%，创历史新低。其中，居民部门债务同比增速在前三季度逐渐放缓，信贷边际回暖推动四季度小幅反弹至 3.4%，但仍处于历史低位。企业部门债务同比增速降至 7.0%，自 2023 年二季度起连续七个季度下滑。政府部门债务同比增速在前三季度不断提高，四季度略微放缓至 15.9%，与 2023 年末基本持平。

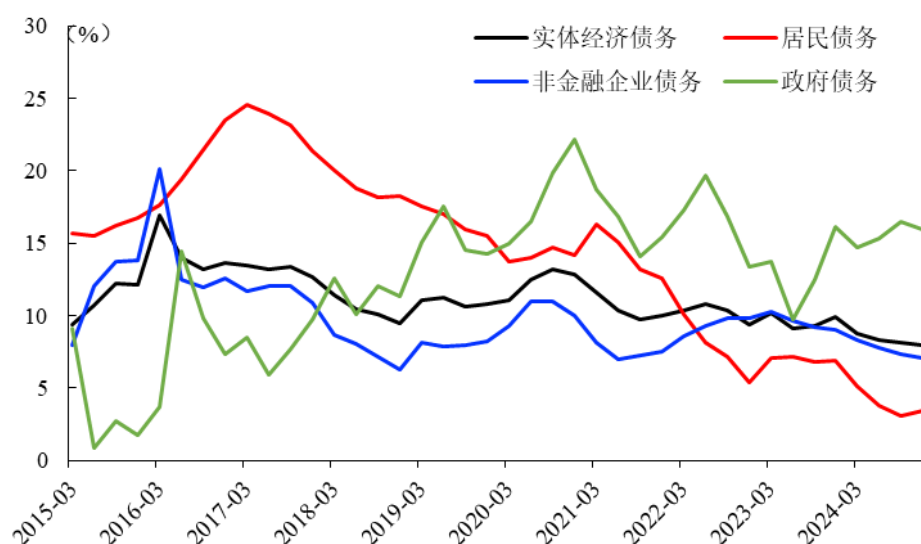


图 2 各部门债务同比增速

资料来源：中国人民银行、财政部；国家资产负债表研究中心。

名义经济增速仍维持在较低水平，四季度出现小幅回升。2024 年实际 GDP 同比增长 5.0%，实现全年预期目标，但名义 GDP 仅增长 4.2%，增速较 2023 年下降 0.65 个百分点。名义 GDP 与实际 GDP 之间的缺口（即 GDP 缩减指数）为 -0.8%，自 2023 年二季度起连续七个季度为负，反映经济面临较大的通缩压力。实体经济债务增速虽然持续下降，但始终高于名义 GDP 增速，导致宏观杠杆率被动上升。分季度看，我国经济运行开局良好，二、三季度经济下行压力加大，名义 GDP 增速降至 4.0% 左右。9 月下旬中央加力出台一揽子增量政策，推动四季度名义 GDP 增速回升至 4.6%，宏观杠杆率增幅为年内最低。

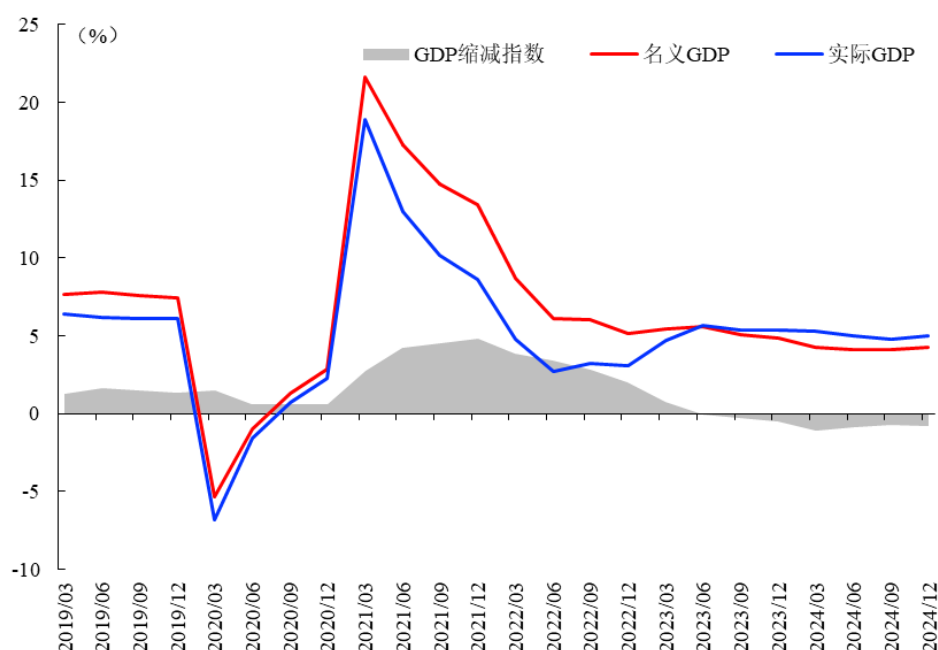


图3 实际与名义GDP同比增速

资料来源：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）居民部门杠杆率连续三个季度下降

居民部门杠杆率共下降 0.5 个百分点，从 2023 年末的 61.9% 下降至 2024 年末的 61.4%，四个季度分别变化 0.4、-0.5、-0.2 和 -0.2 个百分点。受消费不振和楼市低迷影响，居民部门呈现去杠杆态势。中央及时出台一揽子增量政策，加力支持房地产市场止跌回稳和消费品以旧换新，四季度购房需求边际回暖和耐用消费品消费增长带动居民部门债务增速小幅反弹，但仍低于名义 GDP 增速，导致居民部门杠杆率延续二、第三季度的收缩态势。

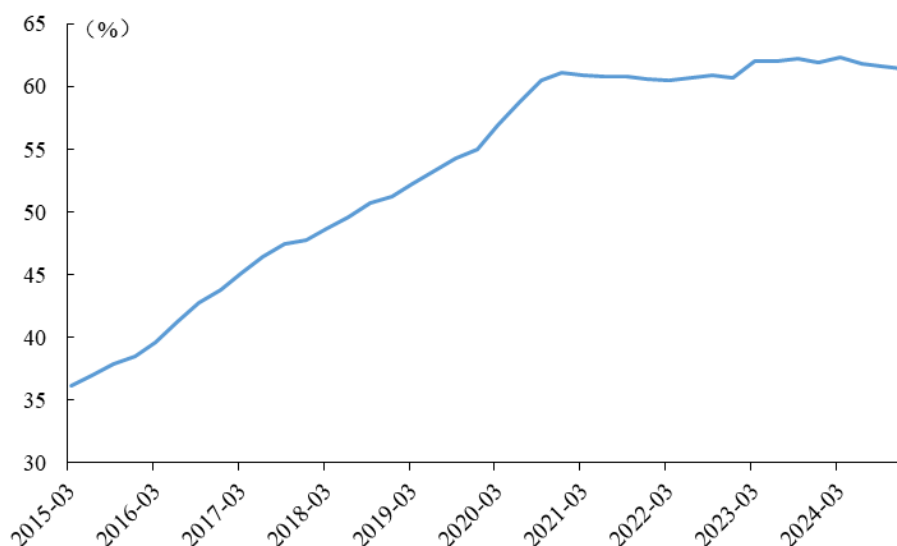


图4 居民部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

1. 住房贷款降幅有望收窄

2024 年末居民部门债务增速为 3.4%，较三季度末提高 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 1.3%，较三季度末提高 0.8 个百分点；经营性贷款增速进一步降至 9.0%，创年内新低。自 2023 年二季度起，居民房贷连续六个月负增长，随着政策持续发力推动房地产市场止跌回稳，我们估算 2024 年末房贷降幅收窄至-1.0%左右。

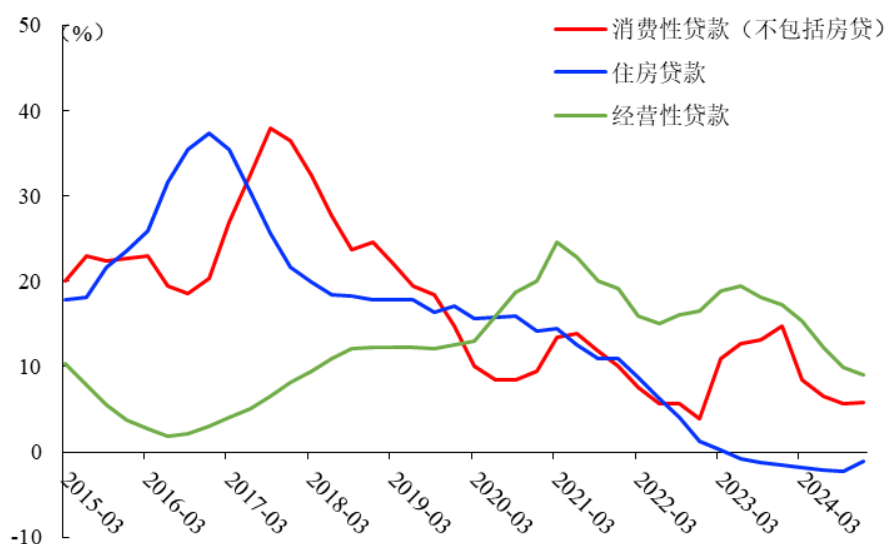


图5 居民部门各类贷款增速

资料来源：中国人民银行；国家资产负债表研究中心。

2024 年四季度以来，房地产市场出现积极变化，量增价稳对房贷降幅收窄形成一定支撑。从成交量看，居民购房需求开始回升。四季度全国新建商品房销售面积、销售额分别同比增长 0.6%和 1.2%，扭转了之前连续下滑的态势。从价格看，一二线城市房价率先回稳。2024 年 12 月，一线城市新房价格环比上涨 0.2%，自 2023 年 6 月以来首次转正；二手房价格环比上涨 0.3%，连续三个月环比增长。二线城市新房价格环比止跌，三线城市新房和二手房价格连续三个月环比降幅收窄。

2024 年 10 月，5 年期 LPR 下调 25 个基点至 3.6%，商业银行批量调降存量房贷利率，居民提前还贷现象明显缓解，房贷降幅趋于收窄。一个数据佐证是，以房贷为主的居民中长期贷款延续多增态势，四季度同比多增 2600 亿元，提前还贷行为逐渐减少。自 2024 年 11 月起，存量房贷利率进入常态化动态调整阶段，新老房贷利差趋于稳定，购房者将较少通过提前还贷来主动降杠杆。

2. 以旧换新支撑消费贷款增长

剔除房贷负增长的拖累后，普通消费贷增速在前三季度持续下降，主要原因是就业压力加大、收入增长放缓以及房价下跌带来的财富缩水效应，制约居民消费意愿和能力。自 2024 年 9 月起，各地通过扩大支持范围、加大补贴力度、简化申请流程，加快推动消费品以旧换新政策落地见效。相应地，商业银行不断丰富以旧换新消费贷产品，支持居民部门加杠杆以提振耐用品消费。2024 年共带动汽车、家电、家装厨卫等相关产品销售额超 1.3 万亿元，尤其是 9 月以来，家用电器和音像器材类商品零售额单月同比增速均达到 20%以上，汽车类零售额同比增速由负转正。

此外，存量房贷利率下调对提振居民消费也有一定积极影响。2024 年四季度，存量房贷利率平均下降 0.5 个百分点，预计为购房者每年节省利息支出 1500 亿元，惠及 5000 万户家庭，1.5 亿居民。这在很大程度上减轻了购房者房贷负担，有助于修复居民部门资产负债表，从而提升消费能力和提振消费信心，促进消费贷款增长。

（二）非金融企业杠杆率增长放缓

非金融企业杠杆率共上升 4.5 个百分点，从 2023 年末的 163.9%上升至 2024 年末的 168.4%，四个季度的涨幅分别为 5.6、0.2、0.2 和-1.5 个百分点。受实际

融资成本较高、利润负增长、房企和地方融资平台化债等因素影响，2024 年末企业部门债务增速从前两年的 9.5%左右降至 7.0%，导致非金融企业杠杆率涨幅收窄，明显低于 2022 年和 2023 年增幅（分别为 6.8 和 6.2 个百分点）。

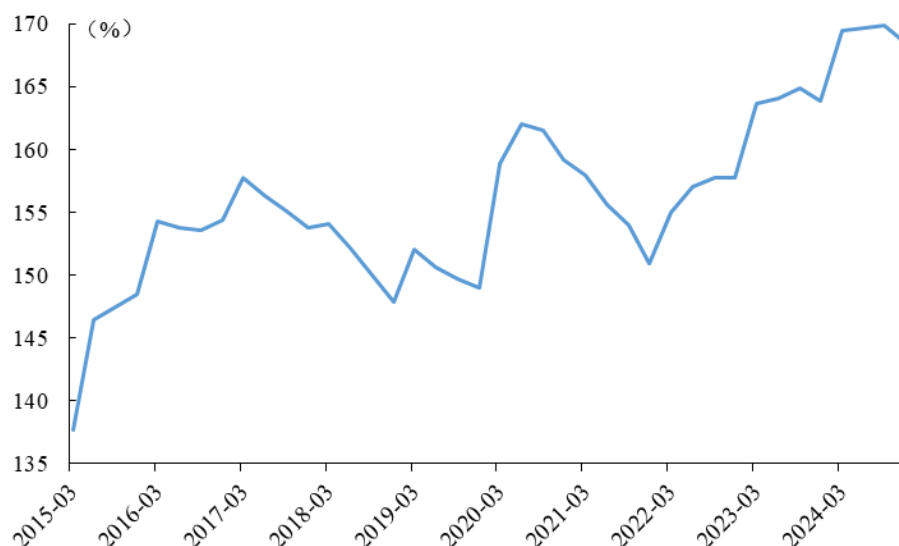


图 6 非金融企业部门杠杆率

资料来源：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

企业信贷需求偏弱是债务增速持续下降的主要原因。2024 年企业短期、中长期贷款延续低增长态势，累计分别同比少增 1.3 和 3.5 万亿元，拉低债务存量增速 2.3 个百分点。在物价低位运行、新旧动能转换的背景下，企业信贷需求低迷仍将阶段性持续，对企业部门加杠杆形成一定制约。

其一，PPI 持续负增长抬高企业实际融资成本。2024 年央行实施较大力度的降准（两次降低存款准备金率共 1 个百分点），并进行更大幅度的降息（1 年期 LPR 累计调降 35 个基点，5 年期 LPR 累计调降 60 个基点），推动贷款利率稳步下行，却并未有效提振企业信贷需求。四季度企业中长期贷款仅新增 4200 亿元，同比大幅少增 1.3 万亿元，创 2014 年以来的季节性新低。一个重要原因是尽管名义利率不断走低，但通缩压力造成实际利率不降反升，从而抑制企业债务扩张意愿。例如，2024 年 12 月，新发放企业贷款利率同比下降 0.36 个百分点至 3.43%，若考虑到 PPI 同比下降 2.3%，企业实际融资成本反而抬升至 5.73%。通缩压力主要源于有效需求不足，也受到部分新兴行业“内卷式”竞争的影响，企业“增收不增利”抑制了债务扩张。

其二，新旧动能转换引起信贷需求趋于下降。一方面，在防范化解房地产和地方政府隐性债务风险的过程中，房企和地方融资平台新增贷款明显减少，并加快偿还存量债务。另一方面，以科技创新为核心的新质生产力发展对信贷资源的依赖度不高，而对直接融资的需求更加迫切。因此，随着房地产、基建等传统高负债部门向科技创新、绿色低碳等新兴产业转换，企业信贷增长面临阶段性下行压力。

2. 企业活期存款有所改善

随着中央加大力度支持地方化解隐性债务风险和清理政府拖欠企业账款，地方融资平台和中小企业现金流状况得以改善，企业活期存款环比增长。2024 年 11 月 8 日，经全国人大常委会批准，新增 10 万亿元地方政府债务置换存量隐性债务，其中 2.8 万亿元化债资金在四季度落地见效，带动企业资金活化程度趋于改善。一方面，2024 年 11 月和 12 月，企业活期存款环比分别增长 2.2%和 7.4%，扭转了下半年以来连续减少的态势。另一方面，2024 年 10 月以来，M1 同比增速持续回升至-1.4%，M2-M1 增速剪刀差高位回落，企业流动性更加充裕。

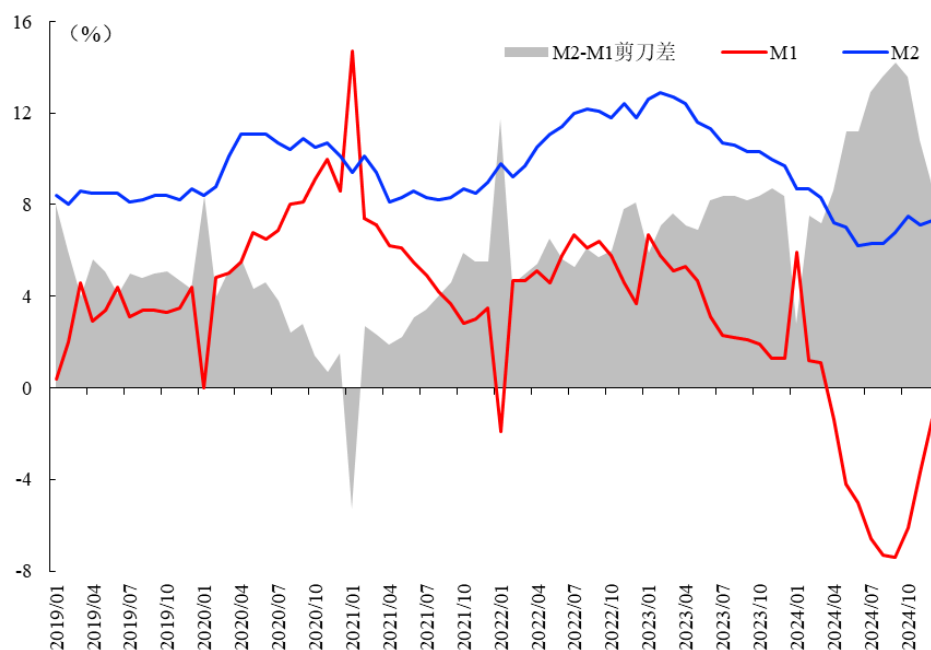


图 7 M1 和 M2 同比增速

资料来源：中国人民银行。

企业活期存款改善和信贷增长阶段性放缓是资产负债表逐步修复的重要标志，为后续债务再度扩张留出空间。一方面，清理政府拖欠企业账款有助于改善企业现金流和稳定市场预期，经营性收入提高使得企业阶段性降低对债务融资的

依赖。另一方面，随着房地产业向新发展模式平稳过渡和地方政府隐性债务风险稳妥化解，房企和地方融资平台加快偿还存量债务，并逐步转变高负债、高杠杆的经营模式，在阶段性去杠杆的过程中重塑资产负债表。

（三）政府部门加杠杆力度增大

政府部门杠杆率共上升 6.1 个百分点，从 2023 年末的 54.7% 上升至 2024 年末的 60.8%，四个季度的涨幅分别为 0.6、1.0、2.4 和 2.1 个百分点。其中，中央政府杠杆率共上升 2.4 个百分点，从 2023 年末的 23.2% 上升至 2024 年末的 25.6%，四个季度的涨幅分别为 0.2、0.6、1.1 和 0.5 个百分点。地方政府杠杆率共上升 3.7 个百分点，从 2023 年末的 31.5% 上升至 2024 年末的 35.2%，四个季度的涨幅分别为 0.4、0.4、1.3 和 1.6 个百分点。**2021~2024 年，政府部门杠杆率分别上升 0.8、3.6、5.3 和 6.1 个百分点，反映出积极的财政政策持续加大逆周期调节力度。**

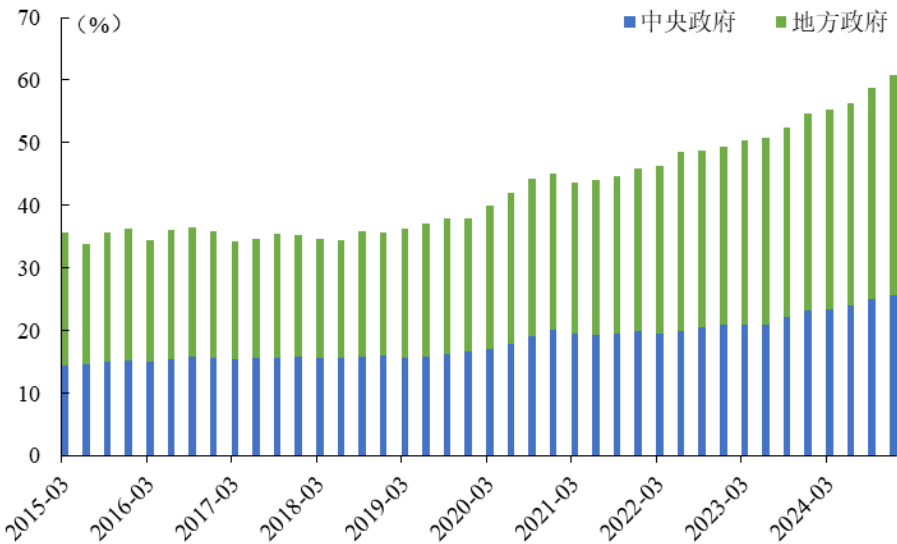


图 8 政府部门杠杆率

资料来源：财政部、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

2024 年政府部门加杠杆力度创新高，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，发行超长期特别国债支持“两新”政策。2024 年 7 月，国家发改委和财政部统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。中央财政扩张既能引导居民和企业部门加杠杆，从而提振消费和扩大投资；又能优化中央和地方政府债务结构，减轻地方财政补贴“两新”的支出压力。

另一方面，增加专项债限额置换存量隐性债务。2024年11月8日，经全国人大常委会批准，2024~2026年，每年增加2万亿元专项债限额，用于置换存量隐性债务。此外，2024~2028年，每年从新增专项债中安排8000亿元用于化债。这意味着2024年四季度可以增加地方化债资源2.8万亿元，其中2万亿元专项债限额已充分使用（11~12月共发行特殊再融资专项债2.08万亿元），8000亿元新增专项债发行有待加快（11~12月共发行新增专项债1067.6亿元）。因此，四季度地方政府成为加杠杆主力，推动隐性债务显性化，有助于减轻地方融资平台债务负担，清理政府拖欠企业账款，从而修复企业部门资产负债表。

（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上升0.1个百分点，从2023年末的51.1%上升至2024年末的51.2%，四个季度的涨幅分别为1.1、-1.7、0.4和0.3个百分点。负债方口径下的金融部门杠杆率共上升4.7个百分点，从2023年末的65.5%上升至2024年末的70.2%，四个季度的涨幅分别为1.5、1.6、2.2和-0.6个百分点。2022年以来，负债方口径下的金融部门杠杆率已经连续三年回升，而资产方口径下的金融部门杠杆率增幅明显收窄。

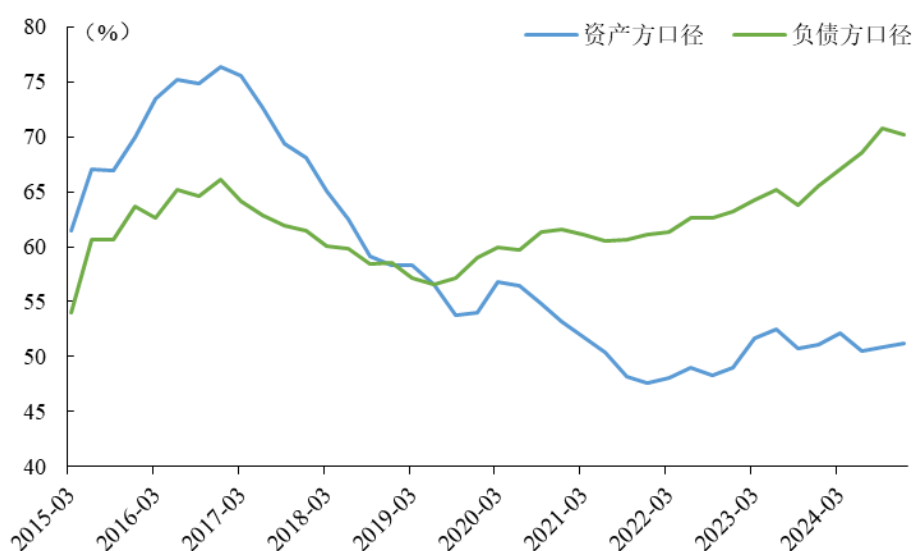


图9 宽口径金融部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局；国家资产负债表研究中心。

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“手工补息”高息揽储整改、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。政府债券放量发行和存款流失加大银行体系流动性压力，银行往往向流动性充裕的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不断提高。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》，将非银同业活期存款利率纳入自律管理。这意味着非银机构向银行拆借资金的套利空间逐渐消除，有利于缓解银行息差收窄压力，提升金融服务实体经济质效。

三、宏观杠杆率趋势与政策展望

2024 年 9 月下旬以来，一揽子增量政策落地显效，政府部门大幅加杠杆助力私人部门修复资产负债表，居民部门债务增速有所反弹，企业部门因融资需求偏弱和偿还存量债务而放缓债务扩张，宏观杠杆率结构趋于“再平衡”。但从总量看，由于名义 GDP 增速以更快的速度下降，全年宏观杠杆率仍被动上升。展望 2025 年，提高名义 GDP 增速依然是稳杠杆的重要抓手，关键在于找到新的加杠杆主体和方式，以宏观杠杆率的再平衡全方位扩大国内需求。政府部门继续加杠杆是财政政策更加积极的题中之义，既要在惠民生、促消费、稳投资领域加大支出强度，引导居民和企业资产负债表从修复到扩张；又要防范化解房地产、地方债务等重点领域风险，增强金融体系风险抵御能力。居民部门杠杆率能否企稳主要取决于收入预期和财富效应，发展型消费有望成为居民部门加杠杆的新动力。随着房企、地方融资平台等高负债部门向新发展模式转型，民营企业和科创企业将接替其成为加杠杆主力。

（一）居民部门稳杠杆

居民部门杠杆率已经连续三个季度下降，稳杠杆关键在于改善收入预期和增加存量财富。居民财富主要集中在房地产和股票市场，当务之急是稳住楼市和股市。稳楼市重在解决两个失衡：一是商品房和保障房供需结构性失衡。可发行超长期特别国债支持政府进行商品房收储和保障房建设，鼓励政府收购商品房后改建产业保障房，降低中小企业用地成本。二是资产缩水与债务刚性之间的失衡。资产端通过城市更新、适当延长产权年限等方式，提高房地产内在价值。负债端动态下调存量房贷利率，减少居民提前还贷的去杠杆行为。稳股市重在提升资本市场内在稳定性，要大力推动中长期资金入市，适时设立股市平准基金。

在经济增速放缓的背景下，促进居民收入增长和经济增长同步面临一定困难，可以考虑通过存量改革解决增量问题（改善收入预期），将较多的政府存量财富以一定方式向居民部门“转移”，实施宏观经济再平衡。例如，政府在养老、托育、教育、医疗以及保障性住房等民生领域加大投入，强化对重点行业（就业吸纳能力较强的服务业和中小企业）和重点群体（灵活就业和新就业形态劳动者、高校毕业生、返乡农民工等）的支持保障，推动中低收入群体增收减负。值得注意的是，消费品以旧换新虽然能在短期内释放消费潜力和增加消费信贷，但长期来看却透支了未来的消费需求和加杠杆空间。应将提振消费的重心逐步转向培育壮大医疗保健、教育文化娱乐等发展型消费，形成消费结构升级和人力资本提升相互促进的良性循环。

（二）民营企业和科创企业接力加杠杆

2008 年国际金融危机后，在房地产和基建投资热潮下，房企和地方融资平台是推动宏观杠杆率上升的主要力量。当前房地产和地方政府隐性债务风险正逐步出清，房企和地方融资平台债务趋于收缩，房地产、基建产业链上下游企业因现金流改善而减少债务融资需求，非金融企业杠杆率增长可能继续放缓。同时，在内需复苏缓慢、外部关税扰动、物价低位运行等因素制约下，企业部门内生性加杠杆的意愿不强。

在房企和地方融资平台去杠杆的背景下，民营企业和科创企业有望成为新的加杠杆主力。一方面，民营企业是经济增长活力的重要体现。在工业企业利润负增长的大趋势下，民营企业利润连续两年逆势保持正增长（2023 年和 2024 年分别同比增长 2.0%和 0.5%），且自 2023 年 6 月以来始终高于规模以上工业企业平均利润增速，良好的盈利能力为民营企业加杠杆提供了充足空间。应加快出台民营经济促进法，优化民营企业发展环境，增强民间投资信心和加杠杆意愿。同时，稳妥处置民营房企债务风险，缓解房地产市场对民间投资的拖累。

另一方面，科创企业是经济高质量发展的核心动力。科技创新是发展新质生产力的核心要素，这意味着科创企业加杠杆是新旧动能转换的必然过程。截至 2024 年三季度末，高技术制造业中长期贷款、“专精特新”企业贷款、科技型中小企业贷款分别同比增长 12.0%、13.5%、20.8%，明显高于全部贷款增速。为使科创企业债务保持较快增速，应着力健全包括信贷、债券、股票、保险、创业投

资、融资担保在内的全方位、多层次科技金融服务体系，完善科技创新和技术改造再贷款、支小再贷款、科技创新专项金融债券等政策工具。

（三）政府部门加杠杆提速增效

2024 年中央经济工作会议提出，要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率。这意味着政府部门杠杆率将继续提高，尤其是中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。财政扩张要更加注重发挥对其他部门资产负债表的引导撬动和风险缓释作用，以中央政府加杠杆为例。一方面，增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，鼓励居民和企业部门加杠杆，全方位扩大国内需求。另一方面，通过发行特别国债支持大型商业银行补充核心一级资本，提升银行体系稳健经营能力，有效服务实体经济和抵御风险。

专项债新规出台后，地方政府杠杆率增长有望提速。2024 年 12 月，国务院办公厅发布《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），强化专项债全流程管理。一是以“负面清单”管理方式，扩大专项债投向领域。尤其是允许专项债用于保障性住房和土地储备，促进房地产市场平稳健康发展。二是以“正面清单”管理方式，将更多新质生产力、民生领域纳入专项债用作项目资本金范围，提高专项债用作项目资本金比例上限至 30%，有利于更好发挥专项债对社会资本的撬动作用。三是下放专项债项目审核权限，选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债项目“自审自发”试点，有助于缩短项目申报和审核周期，提高债券资金发行使用进度和配置效率。

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。