



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中國宏觀經濟分析與預測

年度論壇 (2024-2025) (總第67期)

筑底回穩的中國宏觀經濟

主辦單位：

中國人民大學國家發展與戰略研究院

中國人民大學經濟學院

中誠信國際信用評級有限責任公司

承辦單位：

中國人民大學經濟研究所

2024年11月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

刘晓光 闫衍 张杰 王孝松

筑底回稳的中国宏观经济

——中国宏观经济分析与预测报告（2024-2025）¹

¹ 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）团队研究成果，执笔人为：刘晓光、闫衍、张杰、王孝松。报告中的数据除了特别注明出处外，皆出自国家统计局、Wind 数据库和 CMF 团队测算，如有遗漏或偏误，请联系 CMF 秘书处更正。

摘要

2024 年是中国经济触底企稳之年。在经历了 2020-2022 年三年疫情冲击和 2023 年恢复性增长后，2024 年中国宏观经济深处“流量恢复”与“存量调整”激烈碰撞局势，面临与以往时期不同的困难和挑战，使得中国经济在总量与结构、宏观与微观层面出现了一系列值得关注的新现象、新特征、新问题。前三季度，中国经济总体实现了预期发展目标，但面临的下行压力和风险挑战持续增多；三季度末，中国调整宏观政策定位，有效落实存量政策、加力推出增量政策，有效扭转了中国经济逐季下行的态势，呈现八大触底企稳迹象：一是中国股票市场迎来一轮强势反弹；二是房地产销售出现止跌回稳迹象；三是基建投资的增速大幅反弹；四是消费增速触底回升；五是工业增速企稳回升；六是服务业增速明显好转；七是城镇调查失业率下降；八是中国宏观经济景气度整体回升。随着各项指标改善，四季度经济增速有望触底反弹，2024 年中国经济有望实现 5% 左右的增长目标，并以更好的姿态迈向 2025 年。

2025 年是中国经济筑底回升之年。本轮政策调整初见成效，但仍需巩固的复苏基础和即将面对的外部冲击并未减轻，中国经济仍然存在短期内回升继而再度回落的风险。但与 2024 年不同，2025 年中国经济发展将面临四大新机遇：一是本轮宏观政策调整有力扭转了短期经济下行趋势；二是资产价格效应有助于市场主体资产负债表修复及预期改善；三是提前为应对外部冲击提前做足了政策准备；四是二十届三中全会所确立的全面深化改革举措有望逐步落地。2025 年是十四五规划的收官之年、积极宏观政策的持续实施年、深化改革方案的推出落实年，同时也是多重力量交织下的结构调整年，中国经济面临一系列值得关注的下行风险：一是全球地缘政治升级外溢的风险；二是中国出口增速显著回落风险；三是总需求超预期失速风险；四是产能利用不足引发企业绩效恶化风险；五是房地产市场下行风险；六是股票市场剧烈波动风险；七是青年群体失业率再度攀升风险；八是债务处置引发局部经济收缩风险。

在上述定性判断基础上，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型，本报告对 2024-2025 年中国经济增长进行了分情景预测。其中，在基准情景下，预计 2024 年中国经济增长 4.9%，2025 年中国经济增长 4.8%；在乐观情景下，预计 2024 年经济增长 5.0%，2025 年增长 5.2%；在不利情景下，预计 2024 年经济增长 4.8%，2025 年增长 4.6%。

报告认为应在四季度经济反弹的基础上趁胜追击，持续加大宏观调控力度、加快推出实质性改革方案，将近两年中国经济短期恢复所积蓄的潜在力量转化为中长期可持续增长的强劲动力。报告建议将本轮宏观调控进行到底、将符合政策一致性评估的改革举措尽快推出。为此，报告提出了七方面的具体举措。

关键词：中国经济；经济复苏；改革开放；增长预测

一、总论与预测

2024 年是中国经济触底企稳之年。在经历了 2020-2022 年三年疫情冲击和 2023 年恢复性增长后，2024 年中国宏观经济深处“流量恢复”与“存量调整”激烈碰撞局势，面临与以往时期不同的压力和挑战，使得中国经济在总量与结构、宏观与微观层面出现了一系列值得关注的新现象、新特征、新问题。

1、实际 GDP 保持中高速增长，但名义 GDP 速增偏低，经济逐季下滑压力加大。这意味着由于总需求不足所产生的经济内生性紧缩效应达到了新的高度。

2、消费和投资等内需严重不足是导致总需求偏弱的主要因素，出口等外需回暖则在一定程度上支撑了 2024 年总需求的相对稳定。这意味着在未来可预见的外需显著回落之前，快速稳定和扩大内需成为当前最为紧迫的任务。

3、工业生产保持强劲态势，但服务业生产显著回落。在外需回暖的支撑下，作为可贸易、可储存的工业部门保持了强劲增长态势，而不可贸易、供需同步的服务业生产则处于相对低迷状态。

4、物价持续低位运行，中国宏观经济周期底部延长。从经济周期相位看，综合供给、需求、物价三方面情况可以判断，当前中国宏观经济仍处于“经济周期底部”。

5、短期经济形势亟待改善，长期经济增长潜力更需挖掘。国民经济大循环呈现“消费<投资<服务业<GDP<工业<出口”的基本格局，这是一种典型的“内需不足、供需失衡”的表现，而这一格局的不断延续也导致长期经济增长潜力难以充分释放，实际 GDP 水平相比长期增长轨道不断向下偏离。

6、消费者信心和预期持续低迷，制约消费增长潜力和社会经济活力。纵观中国经济近两年多的恢复性发展过程中，消费者信心和对未来预期始终未发生实质性改善，是导致消费复苏乏力和国内大循环不畅的直接原因。

7、企业绩效改善后再度恶化，产能闲置制约投资扩张动力。在总需求不足情况下，企业绩效状况难以持续深度改善，特别是工业部门生产强劲的同时，企业利润总额同比增速由负转正后又再度转负，标志着经济复苏任重道远。

8、财政收入和政府性基金收入下滑，导致政府支出由扩张转向紧缩。随着财政收支平衡压力加大，尤其是部分债务压力较大的地方政府面临严重困难，长期以来作为中国经济增长动力的第三大引擎不仅在本轮逆周期调节中哑火，反而带来了经济收缩效应。

9、房地产市场持续深度调整，给中国经济各方面造成较大的短期下行压力。在持续三年多的房地产市场下行调整中，房地产投资和销售等系列指标经历了持续而严重的收缩，成为当前投资、消费、金融信贷、地方财政、经济增长等一系列宏观指标恶化的“震源”。

10、客运量和货运量完成恢复，社会融资等内生性紧缩态势尚未扭转。2024 年年中客运量和货运量回归正常水平，标志着中国经济循环常态化进入到一个新阶段，意味着“流量恢复”所带来的上行力量衰竭，“存量调整”所带来的内生性紧缩效应成为主导力量。

2024 年中国经济在总量与结构、宏观与微观层面所呈现出的上述新现象、新特征、新问题背后，需要科学看待中国经济持续下行的核心驱动因素与关键突破方向：

1、需要高度重视中国经济在“消费需求持续下滑+投资需求持续下行+出口需求预期负面冲击”三重因素的叠加效应和刺激作用之下，已经逐步呈现出的较大概率进入到内生紧缩通道的苗头。

2、全面认识当前中国经济主要支撑省份地区发生了投资增速水平较大幅度弱化的突出现象，这是导致中国当前经济下行压力加大的重要因素。

3、深刻理解当前中国经济正在处于新旧动能、新旧产业、新旧模式转化的关键过渡期，呈现出的短期经济持续下行态势的必然性，深刻认识到此阶段激活和促进全社会大规模研发投入和制造业部门先进生产设备投资，对维持中国未来一段时期内中高经济潜在增速水平和全要素生产率水平的决定性支撑作用。

4、多数地方政府干预和刺激当地经济新产业、新动能、新模式的财政能力和产业政策工具的全面弱化甚至大面积坍塌，是造成一段时期以来中央部署的宏观经济调控政策实施效果有限的核心因素。

5、高度重视中国经济发展阶段所蕴含的大规模、大范围“中高收入就业岗位创造型”投资驱动增长机制，对解决当前中国经济下行压力的极端重要性。

6、要优先激活超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部发达地区的中高速增长潜力，防止陷入到一味试图通过拉动东中西部不同区域板块的均衡型发展模式，来强化中国经济增长内生动力机制和降低经济发展风险的固化思维之中。

针对当前经济运行出现的一些新情况和新问题，三季度末中国及时调整了宏观政策定位，有效落实存量政策、加力推出增量政策，初步扭转了中国经济逐季下行态势，呈现八大触底企稳迹象：一是中国股票市场迎来一轮强势反弹；二是中国房地产市场出现改善迹象；三是基建投资增速大幅反弹；四是消费增速低位回升；五是工业增速企稳回升；六是服务业增速明显回升；七是城镇调查失业率下降；八是中国宏观经济景气度整体回升。随着四季度指标改善，2024 年中国经济有望实现全年预期发展目标，并以更好的姿态迈向 2025 年。

2025 年是中国经济筑底回升之年。本轮政策调整初见成效，但仍需巩固的复苏基础和将要应对外部冲击并未减轻，中国经济仍然存在短期内回升继而再度回落的风险。不同于 2024 年，2025 年中国经济发展将面临新的机遇：一是

本轮宏观政策调整有力扭转了短期经济下行趋势；二是资产价格效应有助于市场主体资产负债表修复与预期改善；三是为应对外部冲击提前做足了政策准备；四是二十届三中全会确立的全面深化改革举措有望逐步落地。

1、2025 年是“十四五规划”的收官之年。这决定了 2025 年经济发展目标必将保持较高标准，且各项工作任务及进度安排明确，尤其计划内投资将充分发挥投资拉动作用。2025 年，不仅十四五规划项目将充分发挥投资拉动作用，而且十五五规划项目布局也将开启新一轮建设周期，发挥预期引领作用。

2、2025 年是积极的宏观政策的持续实施年。本轮宏观政策调整不仅是力度的持续加码和各项政策的协调配合，更是政策定位和政策逻辑的重大转变。在房地产政策定位方面，近年来首次明确提出“要促进房地产市场止跌回稳”，并推动构建房地产发展新模式；在货币政策定位方面，一改长期坚持的“稳健的货币政策”定位，提出要“坚持支持性的货币政策立场”；在化解地方债务风险方面，推出 12 万亿元（“6+4+2”）化债方案，使地方隐性债务规模从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元。2025 年将持续加大宏观调控力度，不断推出更多增量政策，直至彻底扭转经济下行趋势和市场悲观预期。

3、2025 年是全面深化改革方案的落地实施年。二十届三中全会确立的 300 多项重要改革举措，将从 2025 年起至 2028 年进入密集推出和实施阶段，有望进一步解决中国经济面临的深层次体制机制问题，激发各类市场主体活力，让中国经济优势充分发挥出来，引领中国经济实现更强劲增长。

4、2025 年是多重力量交织下的结构调整年。在复苏过程中，中国宏观经济可能面临八大短期下行风险冲击。一是全球地缘政治升级外溢风险；二是出口增速显著回落风险；三是总需求超预期失速风险；四是产能利用不足引发企业绩效再度恶化风险；五是房地产市场持续下行风险；六是股市剧烈波动风险；七是青年群体失业率再度攀升风险；八是债务处置引发局部经济收缩风险。

根据上述各种定性判断，利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，设定 2024 年和 2025 年主要宏观经济政策假设：（1）名义一般公共预算赤字率分别为 3.0%和 3.6%；（2）人民币兑美元平均汇率为分别为 7.1 和 7.2。预测 2024 和 2025 年中国宏观经济核心指标增长情况，结果如表 1 所示。

表 1 2024-2025 年中国宏观经济核心指标增长预测

预测指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
1. 国内生产总值（GDP）	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.8
其中：第一产业增加值	3.1	3.1	7.1	4.2	4.1	3.4	3.5
第二产业增加值	4.9	2.5	8.7	2.6	4.7	5.5	4.5
第三产业增加值	7.2	1.9	8.5	3.0	5.8	4.8	5.1

2. 固定资产投资完成额	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.4	4.5
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.6	5.0
3. 出口总额（美元计价）	0.5	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.4	0.5
进口总额（美元计价）	-2.7	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1.5	1.0
贸易盈余（亿美元）	4211	5240	6704	8379	8221	9662	9581
4. 消费者物价指数	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.3	1.0
工业生产者价格指数	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.0	0.5
GDP 平减指数	1.3	0.5	4.6	1.8	-0.6	-0.6	0.6
5. 广义货币（M2）	8.7	10.1	9.0	11.8	9.7	7.8	8.0
社会融资总额存量	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.0	8.2
6. 政府两项收入合计	6.2	0.5	8.7	-6.3	2.1	-4.7	-1.1
其中：公共财政收入	3.8	-3.9	10.7	0.6	6.4	-0.5	1.0
政府性基金收入	12.0	10.6	4.8	-20.6	-9.2	-17.0	-9.0

注：*表示预测值。

1、2024年中国宏观经济延续复苏态势，但受房地产市场持续下行调整影响，前三季度逐季下行压力加大，在宏观政策调整的提振作用下，四季度企稳向好。在基准情景下，预计四季度实际 GDP 增速有望反弹至 5%，较三季度增速提升 0.4 个百分点，较前三季度累计增速提升 0.2 个百分点；预计全年增速达到 4.9%，较前三季度累计增速提升 0.1 个百分点，基本实现全年 5% 左右的增长目标。

2、在供给端，三大产业复苏特征明显。其中，第二产业保持强劲增长，预计 2024 年增加值增速达到 5.5%，较 2023 年增速提升 0.8 个百分点；第三产业则相对低迷，预计增加值增速仅为 4.8%，较 2023 年增速回落 1.0 个百分点，拖累总体经济增长；第一产业增加值增速为 3.4%，回归常态增长水平。

3、在需求端，投资和消费两大内需处于偏冷状态，预计 2024 年固定资产投资和社会消费品零售总额增速分别仅为 3.4% 和 3.6%。在内需不足的情况下，外需的回暖对稳定总需求起到了支撑作用。2024 年，以美元计价预计出口同比增长 5.4%（以人民币计价预计增长 6.8%），贸易顺差规模扩大至约 9660 亿美元，同比增长 17.5%，对短期经济增长的贡献度大幅度提升。

4、受总需求偏弱特别是内需不足影响，2024 年总体物价水平持续低位运行。预计 2024 年 CPI 全年平均涨幅为 0.3%，年末因低基数因素可能回升至 0.5%；PPI 延续下跌态势，跌幅于年中缩小后再度扩大，预计全年平均跌幅为 2.0%，年末扩大至 3%，这导致 GDP 平减指数负增长，2024 年平均跌幅为 0.6%。

5、2024年货币信贷政策保持宽松，但难以抵挡经济内生性紧缩力量，直至货币政策定位从稳健的货币政策转向支持性的货币政策，广义货币供应量（M2）同比增速逐渐企稳回升。预计 2024 年增长 7.8%，社会融资总额存量增长 8.0%，分别较 2023 年增速回落 1.9 和 1.5 个百分点。

6、在经济复苏乏力和政策性基数因素作用下，2024年政府收入明显下滑，预计公共财政收入下降 0.5%，政府性基金收入下降 17%，两项收入合计下降 4.7%，使得财政收支平衡压力加大，也限制了 2024 年积极财政政策的实施。

7、2025年在宏观经济政策持续加力、十四五规划项目收官、全面深化改革举措落地的共同作用下，中国宏观经济下行压力将得到极大的缓解，逐步逆转 2024 年经济复苏乏力、增速逐季回落的势头，各方面增长表现将逐步回归常态。预计 2025 年实际 GDP 增速将达到 5%左右，并呈现前低中高后稳的运行态势。

8、2025年供需两端将进一步深度修复并趋于平衡。在供给端，第三产业将进行深度修复，特别是房地产业的拖累作用减轻，增加值增速有望重回 5%以上，达到 5.1%；第二产业增速将向正常水平回落，增加值增速为 4.5%。在需求端，随着基建投资加快、房地产投资跌幅收窄，固定资产投资将企稳回升，预计投资增速有望达到 4.5%；2025 年消费支持政策需要加力提效，在放松消费管制和普惠性消费补贴并举的情况下，消费增速有望回升至 5%。2025 年国际经贸环境进一步恶化，特别是特朗普全面加征关税等不利冲击，可能导致 2025 年出口增速出现显著回落，预计出口增长 0.5%，净出口下降 0.1%。

9、随着供求关系再平衡，2025 年物价运行情况将有所改善，但总需求偏弱局面仍将延续，预计 CPI 涨幅将回升至 1%，PPI 跌幅逐步缩小直至由负转正，GDP 平减指数也有望实现上涨 0.6%。

10、2025 年是十四五规划的收官之年，二十届三中全会之后全面深化改革方案的加快推出和落实之年，本轮积极的宏观政策将持续实施，为复苏和改革创造相对宽松的政策环境。货币供应量和社会融资总额的增速将进一步提升，同时加大财政扩张力度。预计 M2 增速将回升至 8%，社会融资存量增速回升至 8.2%。2025 年，随着经济复苏和房地产市场好转，政府收入将在公共财政收入趋稳和政府性基金收入跌幅缩小的作用下止跌回稳。预计公共财政收入增长 1%，政府性基金收入下降 9%，两项政府收入合计小幅下降 1.1%。

总体来看，在本轮宏观政策调整的有力支撑作用下，2024 年中国宏观经济将实现触底企稳，2025 年完成筑底回升。值得注意的是，2025 年中国经济受到宏观政策力度、房地产市场节奏、特朗普关税冲击等三大力量的影响。在基准情景下，如上所述，预计 2024 年中国经济增长 4.9%，2025 年中国经济增长 4.8%；在乐观情景下，预计 2024 年经济增长 5.0%，2025 年增长 5.2%；在不利情景下，预计 2024 年经济增长 4.8%，2025 年增长 4.6%。

二、2024 年中国宏观经济形势及突出特征

在经历了 2020-2022 年三年疫情冲击和 2023 年恢复性增长后，2024 年中国宏观经济深处“流量恢复”与“存量调整”碰撞态势，面临与以往时期不同的下行压力和风险挑战。从内部情况看，中国经济复苏的进程已经过半，企业的绩效和市场状况、居民就业和收入状况均出现一定程度的改善，但市场信心和预期仍未得到根本扭转；从外部环境看，全球经济增速放缓、逆全球化潮流涌动、俄乌冲突和哈以冲突等地缘政治仍在延续中升级，如何重塑全球经济贸易秩序、增强国际经贸关系的稳定性，需要世界各国付出更多努力。相比往年，2024 年中国经济在宏观和微观层面均出现了一系列值得关注的新现象新特征新问题。

（一）流量恢复与存量调整碰撞下宏观经济下行压力加大

1、实际 GDP 保持中高速增长，但名义增速偏低且逐季下滑压力加大

2024 年，中国宏观经济深处“流量恢复”与“存量调整”并存态势，总体经济增速保持平稳。前三季度，中国实际 GDP 同比增长 4.8%；其中，一季度增长 5.3%、二季度增长 4.7%、三季度增长 4.6%，逐季下滑压力加大。前三季度，中国名义 GDP 同比增长 4.1%；其中，一季度增长 4.2%、二季度增长 4.0%、三季度增长 4.0%。这至少反映了两方面信息：一是中国经济依然延续了疫情解封后“流量恢复”的基本态势，恢复性增长仍有一定支撑；二是“存量调整”所带来的价格下行压力较大，GDP 平减指数跌幅达到 0.7 个百分点，使得名义 GDP 增速持续显著低于实际增速，降低了市场体感温度。

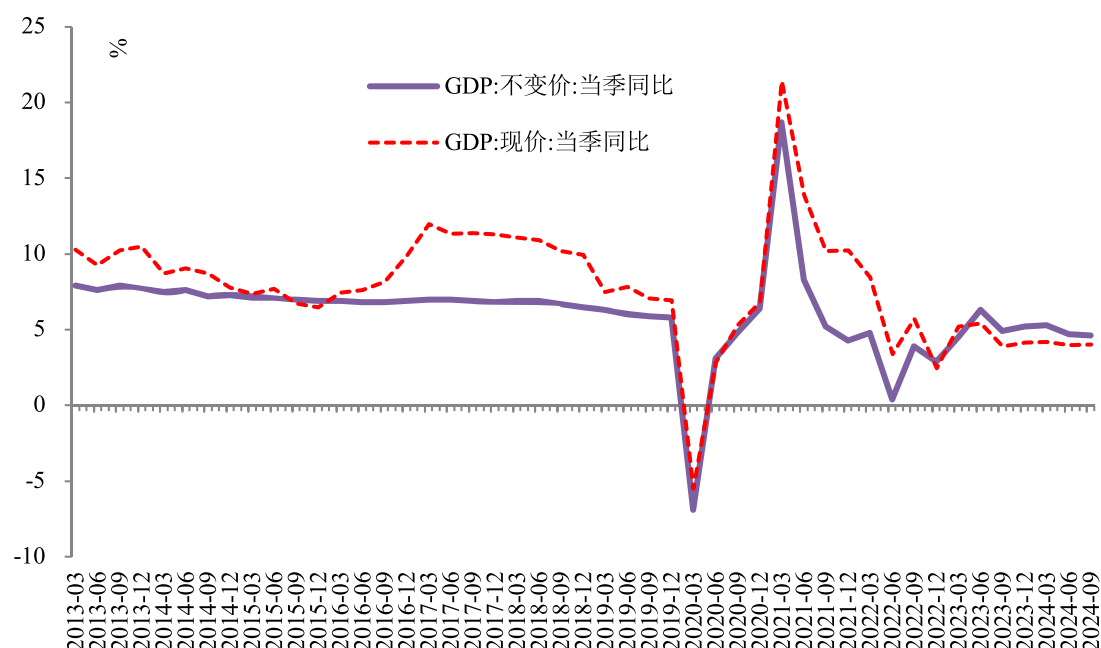


图 1 中国 GDP 增速走势

从产业层面来看，2024 年的经济增长动力主要来自第二产业实现较快增长，第三产业则面临结构性下行压力，房地产业以及建筑业成主要拖累因素。具体来看，前三季度，第二产业增加值同比增长 5.4%，较去年增速回升 0.7 个百分点，高于整体经济增速；其中，工业增长 5.7%，较去年增速大幅回升 1.5 个百分点，特别是制造业保持强劲，同比增长 5.9%，较去年增速回升 1.5 个百分点。相比之下，第三产业增加值仅增长 4.7%，较去年增速回落 1.1 个百分点，也低于总体经济增速。其中，房地产业增加值同比下降 4.0%，较去年跌幅扩大 2.7 个百分点，成为当前中国经济的最大拖累因素，同时受房地产业影响，建筑业增加值同比增速也从去年的 7.1% 回落至 4.1%，显示房地产市场调整仍未见底，并对中国经济产生深刻影响。相比之下，“信息传输、软件和信息技术服务业”、“租赁和商务服务业”分别增长 11.3%、10.1%，显示中国现代服务业保持强劲增长态势；“住宿和餐饮业”、“交通运输、仓储和邮政业”、“批发和零售业”、“金融业”分别增长 6.3%、6.8%、5.4%、5.2%，继去年实现恢复性增长后，增速有所回落但依然保持较快增长，显示基本恢复常态化增长状态；其他服务业同比增长 3.3%，增速继续回落，显示相关领域增长动能有所减弱。

表 2 2024 年与 2023 年主要行业增加值增速对比

	2023 年 全年	2024 年 前三季度	2023 年 三季度	2023 年 四季度	2024 年 一季度	2024 年 二季度	2024 年 三季度
GDP	5.2	4.8	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6
第一产业	4.1	3.4	4.2	4.2	3.3	3.6	3.2
第二产业	4.7	5.4	4.6	5.5	6.0	5.6	4.6
第三产业	5.8	4.7	5.2	5.3	5.0	4.2	4.8
农林牧渔业	4.2	3.6	4.3	4.3	3.5	3.8	3.5
工业	4.2	5.7	4.2	5.2	6.0	5.9	5.1
#制造业	4.4	5.9	4.5	5.3	6.4	6.2	5.0
建筑业	7.1	4.1	6.6	6.7	5.8	4.3	3.0
批发和零售业	6.2	5.4	5.1	6.6	6.0	5.3	5.0
交通运输、仓储和邮政业	8.0	6.8	8.5	9.4	7.3	6.5	6.6
住宿和餐饮业	14.5	6.3	12.7	14.8	7.3	5.9	5.9
金融业	6.8	5.2	6.4	6.0	5.2	4.3	6.2
房地产业	-1.3	-4.0	-2.7	-2.7	-5.4	-4.6	-1.9
信息传输、软件和信息技术	11.9	11.3	10.3	11.2	13.7	10.2	10.0

服务业							
租赁和商务服 务业	9.3	10.1	8.5	8.6	10.8	8.7	10.8
其他行业	4.2	3.3	3.9	2.7	3.8	3.1	3.0

2、工业生产保持强劲态势，但服务业生产显著回落

1) 工业生产总体保持强劲增长。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%，比 2023 年增速提升 1.2 个百分点；其中，制造业增加值同比增长 6.0%，比 2023 年增速回升 1.0 个百分点。尽管工业生产总体保持强劲，但需求不足下孤木难支，自 5 月份以来出现逐步放缓势头。

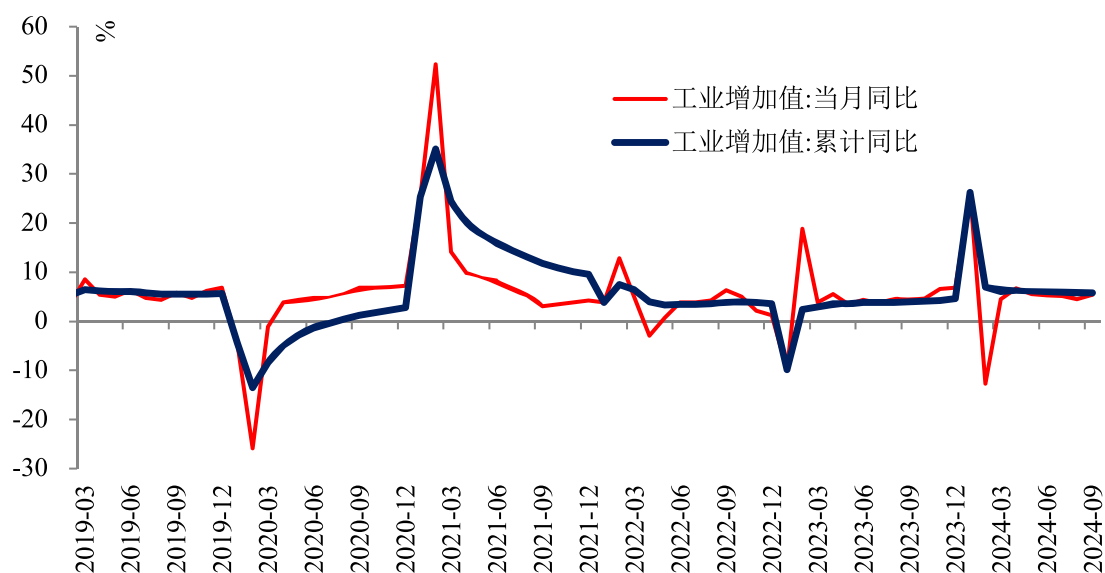


图 2 工业增速稳中有升

2) 服务业生产显著回落。1-9 月份，服务业生产指数累计同比增长 4.9%，比 2023 年增速回落 3.2 个百分点；前三季度，服务业增加值同比增长 4.7%，比 2023 年增速回落 1.1 个百分点，主要是受到房地产业和金融业调整的影响，也间接影响到第二产业中的建筑业。前三季度，房地产业增加值同比下跌 4%，比 2023 年跌幅扩大 2.7 个百分点；建筑业增加值同比仅增长 4.1%，较 2023 年增速回落 3.0 个百分点。

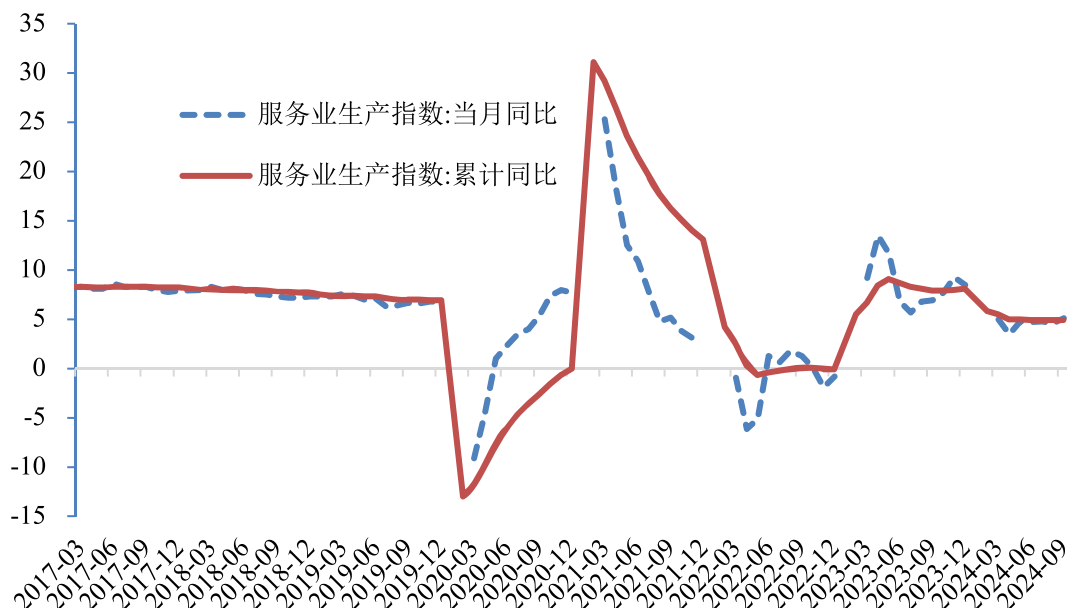


图3 服务业生产指数显著回落

3、出口需求大幅改善，但消费和投资需求不足导致总需求偏弱

1) 在实施高水平开放政策、出口市场多样化调整、产品国际竞争力提升、外部需求回暖等积极因素的共同支撑作用下，2024 年中国外贸形势明显好转，出口和进口增速双双实现大幅回升。前三季度，以美元计价，出口增长 4.3%，进口增长 2.2%，进出口总额增长 3.4%，增速均实现由负转正；以人民币计价，出口增长 6.2%，进口增长 4.1%，进出口总额增长 5.3%；贸易顺差规模达到 6895 亿美元（4.91 万亿人民币），同比增长 10.8%，对短期经济增长产生了强劲的拉动作用。

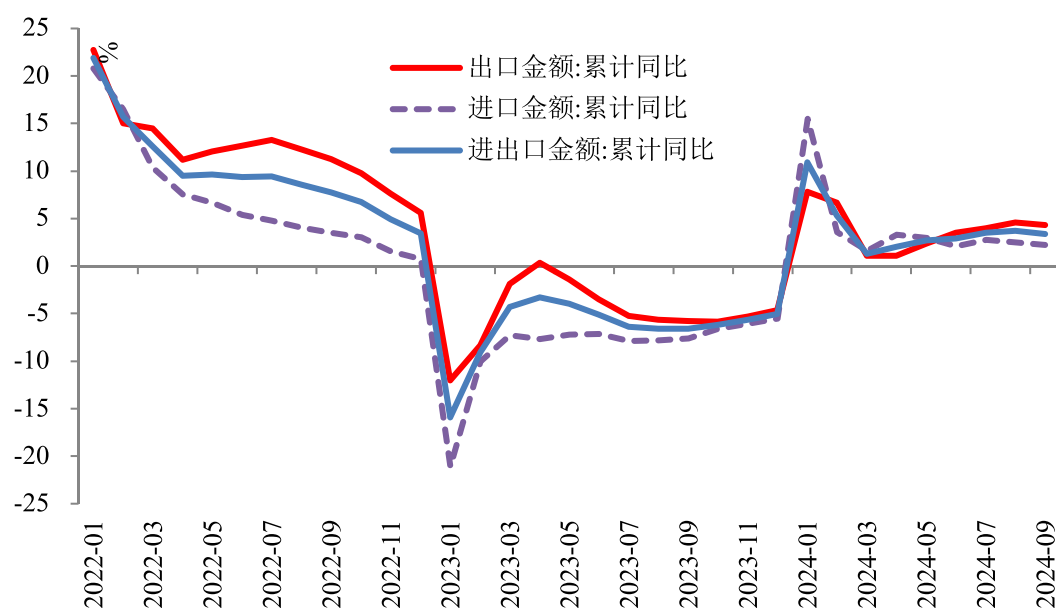


图4 中国出口增速变化趋势

从出口市场结构看，随着贸易伙伴关系发展和多样化调整，2024 年中国对主要市场的出口形势普遍改善，多元化国际市场布局深化。分出口地区来看，前三季度，中国对东盟出口同比增长 10.2%，对美国出口增长 2.8%，对欧盟出口增长 0.9%，增速均实现由负转正；对世界其他地区出口增长 4.5%，比去年增速回升 3.4 个百分点。可以看出，中国稳定改善主要贸易伙伴关系的政策举措初见成效，同时中国积极进行出口市场多样化调整的努力也为出口稳定提供了强大韧性。

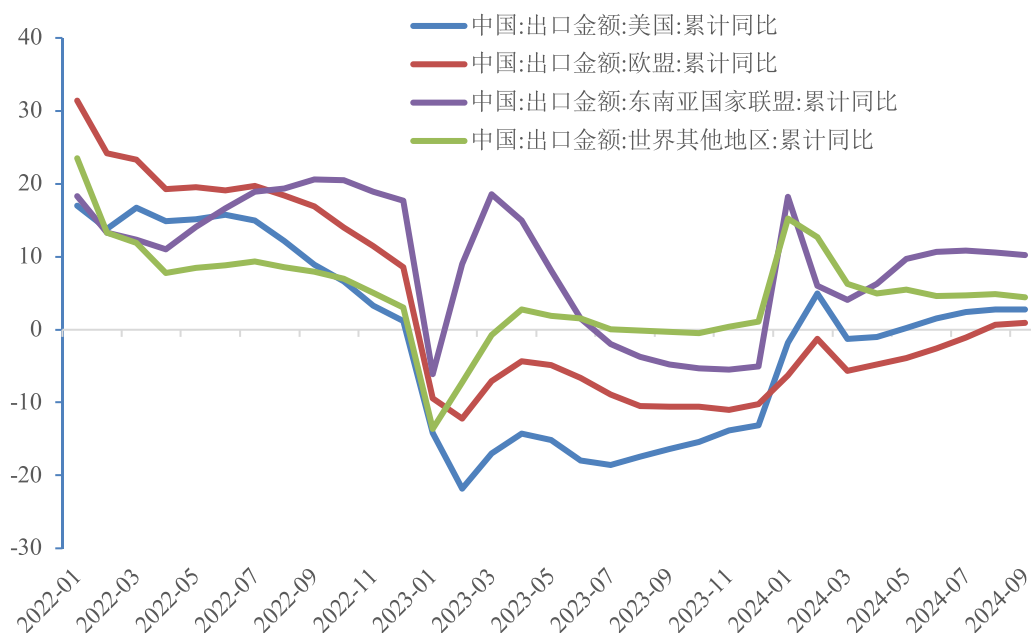


图 5 中国对主要市场出口增速变化趋势

从宏观经济的角度看，外贸形势改善对短期经济增长产生强劲的拉动作用。一方面，从增长核算角度看，前三季度贸易顺差（净出口）的增速回升，直接拉动经济增长 1.1 个百分点，对经济增长的贡献率达到 23.8%，极大扭转了去年净出口拖累经济增长 0.6 个百分点和负向贡献 11.4% 的不利局面；另一方面，从经济循环流量的角度看，贸易流量（即进出口总值）的增速回升对于保持市场主体活力和提振预期产生积极作用。此外，出口强劲也带来了外汇储备的增加和人民币汇率的相对稳定。2024 年以来，人民币兑美元汇率稳定在 7.1 左右，官方外汇储备回升至 3.3 万亿美元左右。

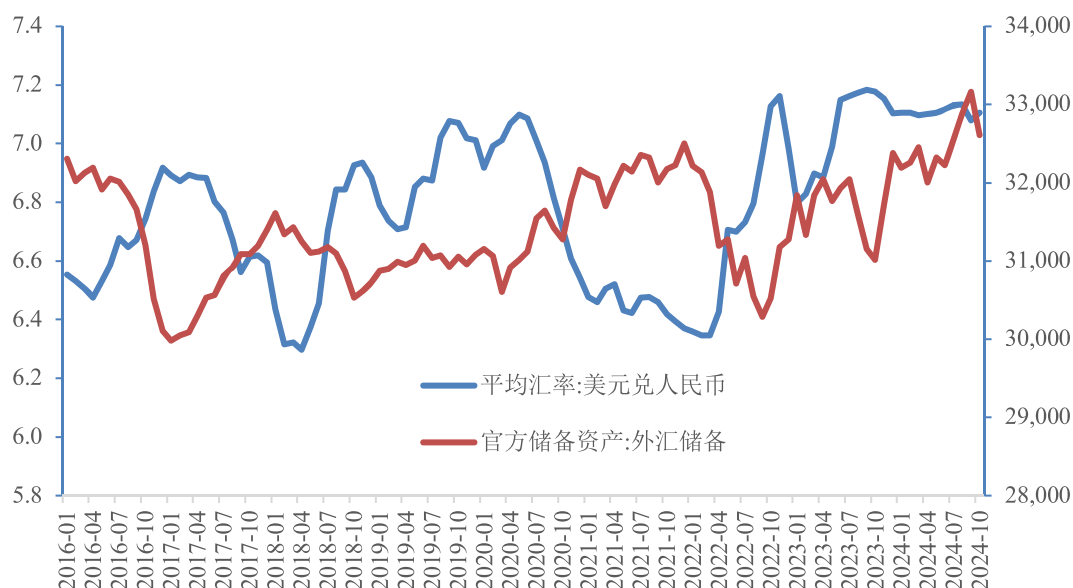


图6 人民币汇率与外汇储备走势

2) 相比之下，内需不足的问题更加突出。首先，在消费方面，在前期积压需求充分释放后，2024 年消费增长动力明显减弱。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 3.3%，较 2023 年增速回落 3.9 个百分点，特别是 6-8 月消费增速持续低于 3.0%，促消费压力较大。

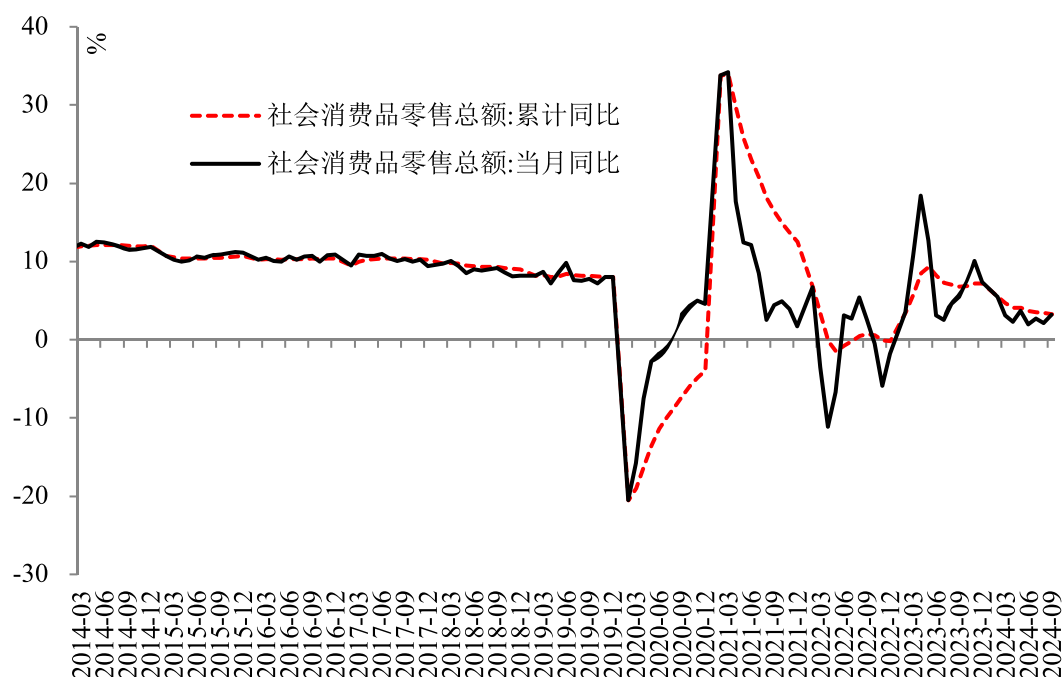


图7 社会消费品零售总额增速放缓

其次，在投资方面，受房地产开发投资持续大幅下跌拖累，固定资产投资同比仅增长 3.4%，稳投资压力不减。其中，基础设施投资增长 9.3%，制造业投资增长 9.2%，增速较高，但房地产开发投资下降 10.1%，极大拖累了投资增长；若扣除房地产投资，中国固定资产投资增长 7.7%，民间投资增长 6.4%。此外，

中国高技术产业投资保持较快增长 10.0%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 9.4%、11.4%。

从边际增长动力来看，二季度以来，投资增速持续放缓，累计同比增速先是从一季度的 4.5% 下降至上半年的 3.9%，进而降至前三季度的 3.4%；从投资先行指标来看，前三季度，新开工项目计划总投资额同比下降 5.1%，房屋新开工面积同比下降 22.2%，这两个指标尽管跌幅呈缩小趋势，但均提示短期投资下行压力依然较大。

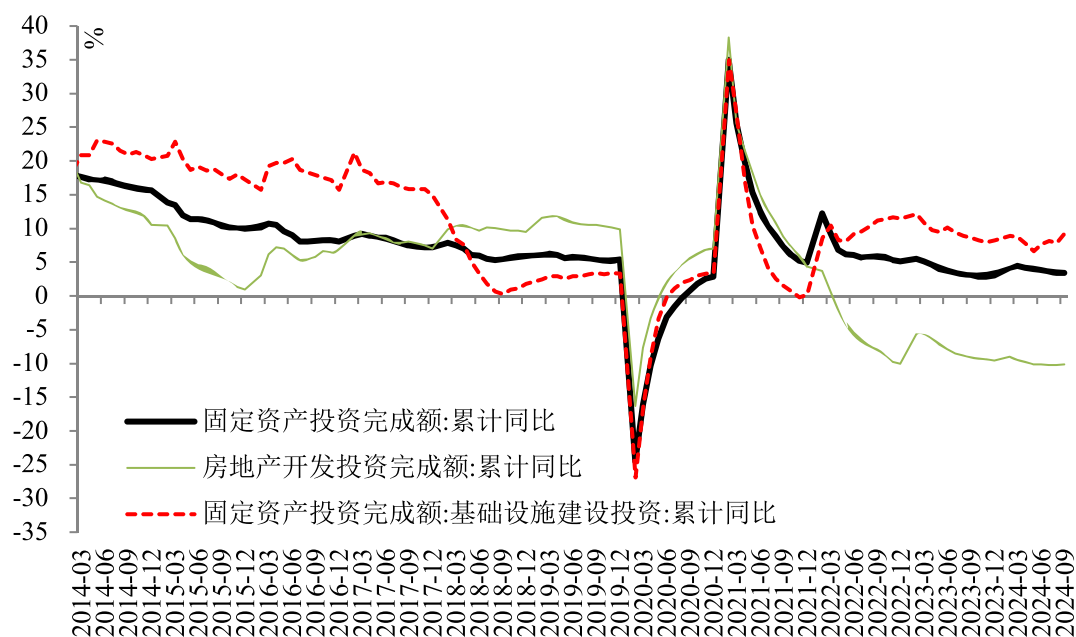


图 8 固定资产投资增速小幅回升

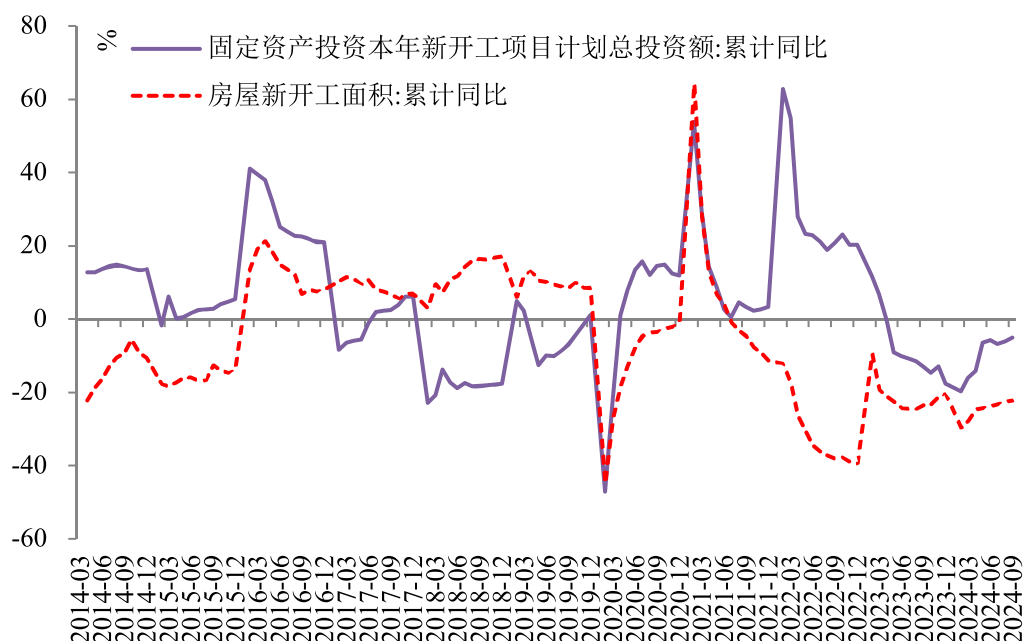


图 9 中国固定资产投资增速变化趋势

4、物价持续低位运行，中国宏观经济周期底部延长

自 2023 年以来，由于总需求相对总供给持续偏弱，在宏观经济复苏进程中，各类物价涨幅持续低位运行。（1）1-10 月平均，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.3%；其中，10 月份，CPI 同比上涨 0.3%，连续 20 个月运行在“零值”附近，核心 CPI（不包括食品和能源）同比涨幅为 0.2%；（2）1-10 月平均，工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.1%；其中，10 月份，PPI 同比下降 2.9%，连续 25 个月负增长；（3）前三季度，GDP 平减指数同比下降 0.7%；其中，一季度下降 1.3%，二季度下降 0.6%，三季度下降 0.5%，连续 6 个季度保持负增长；（4）从环比看，10 月份，CPI 环比下降 0.3%，PPI 环比下降 0.1%，这显示本轮物价下行具有较强的粘性，受下行惯性预期影响。综合供给、需求、物价三方面情况可以判断，当前中国宏观经济的周期相位仍处于“经济周期底部”。

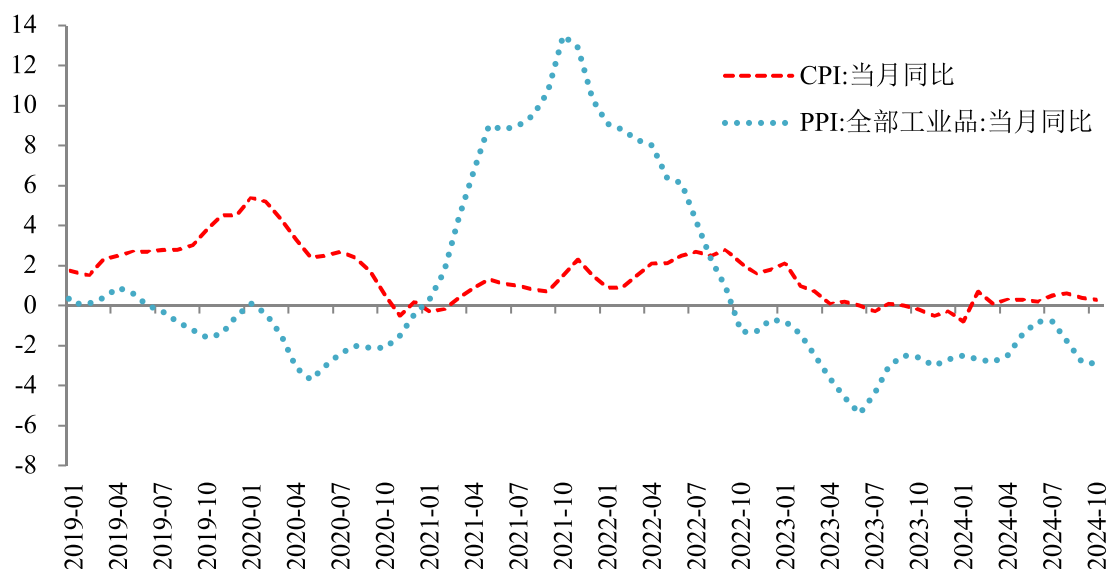


图 10 物价运行基本走势

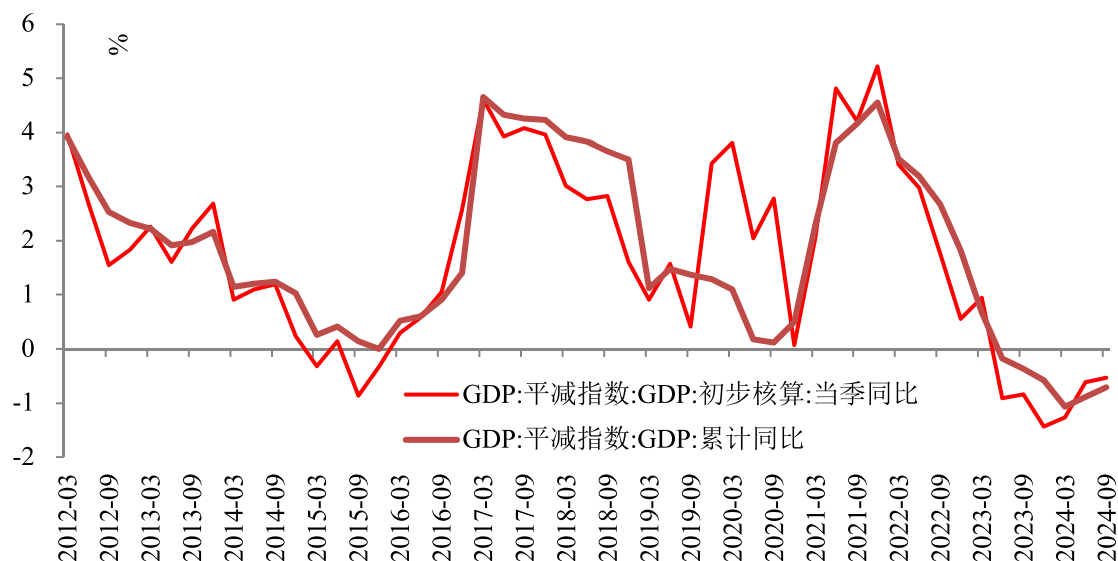


图 11 GDP 平减指数走势

5、短期经济形势亟待改善，长期经济增长潜力更需挖掘

首先，从短期视角看，当前物价延续低位运行态势，相应地国民经济循环呈现“消费<投资<服务业<GDP<工业<出口”的基本格局，这是一种典型的“内需不足、供需失衡”的表现，短期经济形势亟待改善。

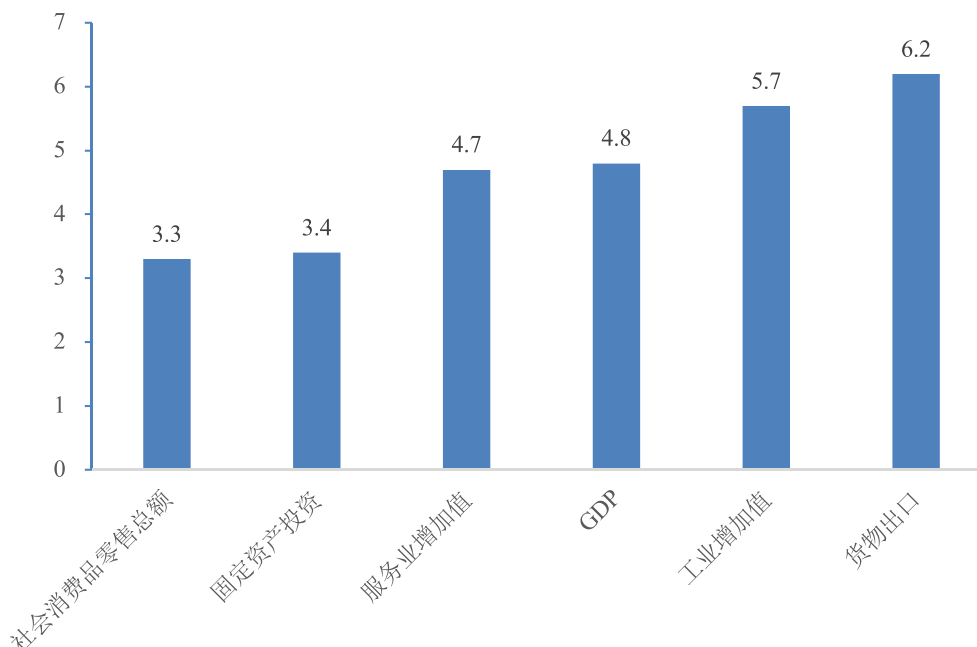


图 12 前三季度中国经济国民经济循环增长格局

从长期视角看，中国经济总产出水平相比长期增长轨道的差距呈扩大趋势，这既预示了未来发展空间，也表明需要更持续稳健的经济复苏来缩小产出缺口。具体来说，以季调环比增速为基础构建的定基指数显示，中国宏观经济出现了逐渐偏离增长轨道的态势，实际产出水平相比长期增长趋势线的缺口不断扩大：按照 2020 年前的增长趋势，2020-2025 年潜在经济增速为 5.5% 左右，但从实际情况来看，2020 年实际 GDP 增速仅为 2.2%，造成较大负向产出缺口；2021 年中国经济实现了强劲复苏，同比增速为 8.1%，高于常态化水平，但两年平均增速为 5.1%，负向产出缺口仍存；2022 年经济下行压力明显加大，实际增速仅为 3.0%，负向产出缺口再次扩大；2023 年虽然实现了恢复性增长，实际增速为 5.2%，但与长期增长轨道相比，缺口仍然较大；2024 年前三季度，经济增长 4.8%，与长期增长趋势线缺口进一步扩大。可见，中国经济不仅存在短期供需失衡导致的产出缺口，同时也可能出现了潜在增速中枢下降的问题。

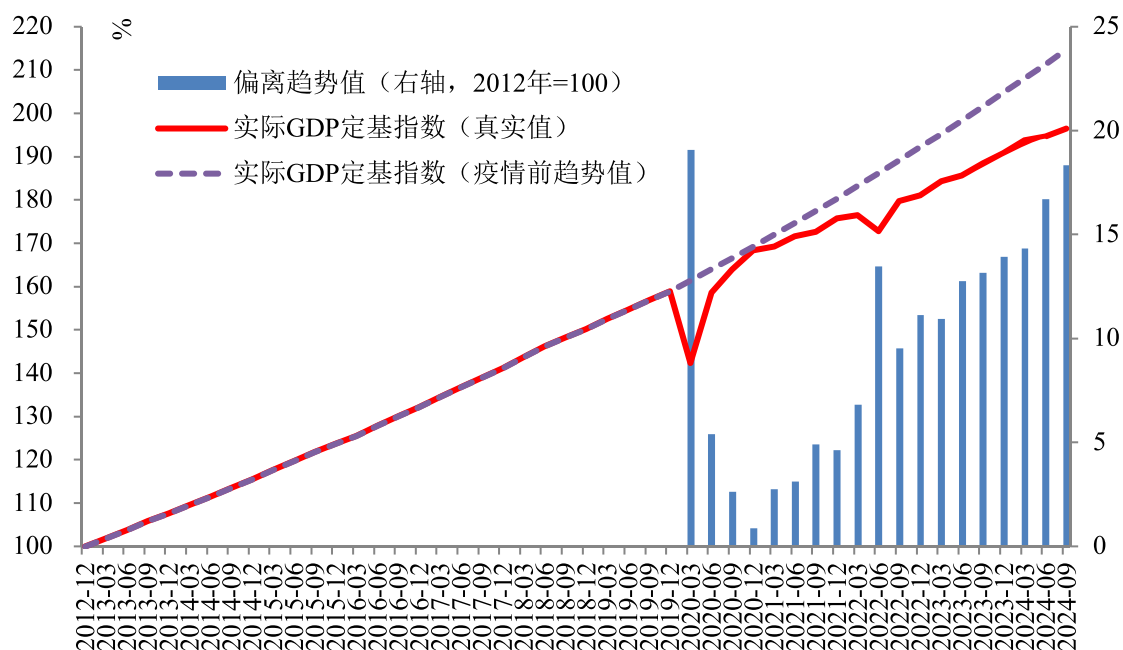


图 13 中国实际产出水平向长期增长趋势线的回归态势

（二）宏观经济下行与存量调整叠加之下微观基础修复缓慢

自 2023 年以来，中国宏观经济迅速实现恢复性增长，但对于本轮中国经济复苏更为关键的是，如何实现从恢复性增长向扩张性增长的转变。目前来看，微观基础得到一定程度的修复和改善，但预期偏弱、信心不足，无法有效转化为消费和投资活动，叠加房地产市场下行调整带来的“阵痛”，对短期经济运行产生较大压力。

1、居民就业和收入状况总体改善，但消费者信心和预期持续低迷

2024 年，居民就业状况持续修复。从城镇调查失业率指标看，前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点；其中，9 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，比上月下降 0.2 个百分点。从就业指标看，三季度末，外出务工农村劳动力总量 19014 万人，同比增长 1.3%。总体来看，城镇调查失业率在经历了近两年来的持续下行后，已从 2022 年的较高水平恢复到目前的正常水平。

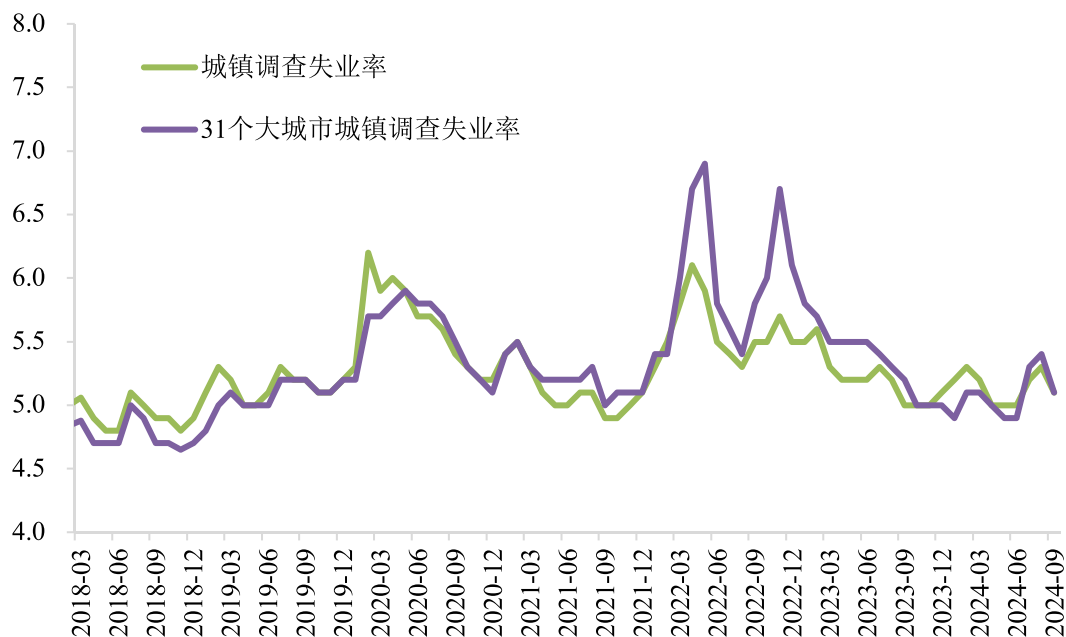


图 14 城镇调查失业率变化情况

2024 年，居民可支配收入增速进一步企稳，并高于经济增速。前三季度，全国居民人均可支配收入名义同比增长 5.2%，比名义 GDP 增速高 1.1 个百分点；扣除价格因素实际增长 4.9%，比实际 GDP 增速高 0.1 个百分点。总体来看，自 2023 年以来，居民收入增速呈现持续回升态势，并逐步赶超实际经济增速。

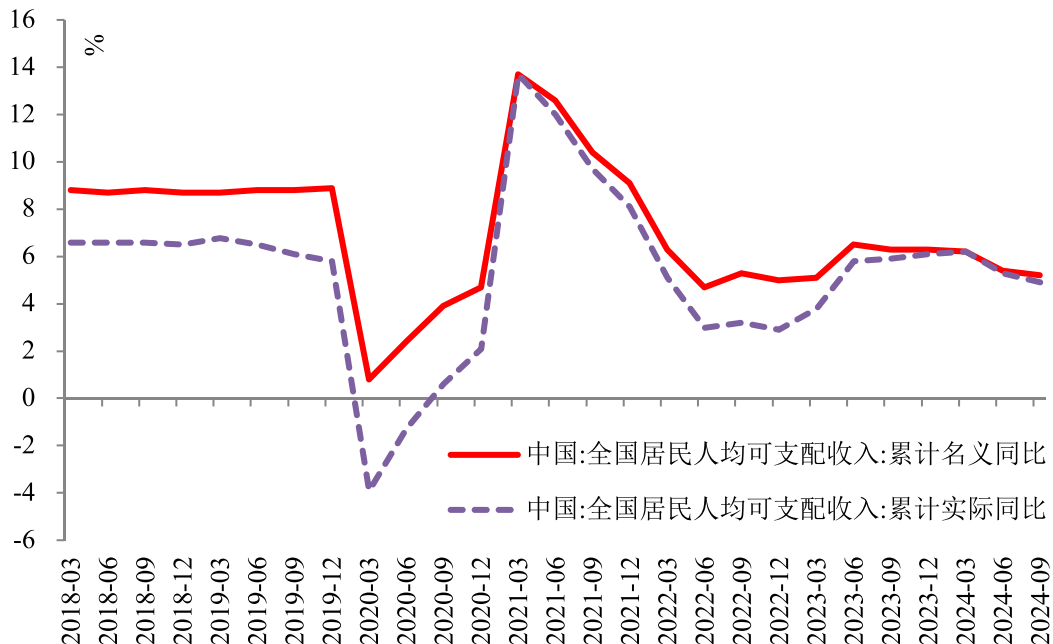


图 15 居民人均可支配收入增速变化情况

从居民人均可支配收入的构成来看，工资性收入、经营净收入增长改善，但是财产净收入增速持续下滑。前三季度，居民人均工资性收入、经营净收入名义同比分别增长 5.7%、6.4%，高于总体收入增速；转移净收入同比增长 4.9%，略低于总体收入增速；而财产净收入仅增长 1.2%，反映了财富收缩效应明显。

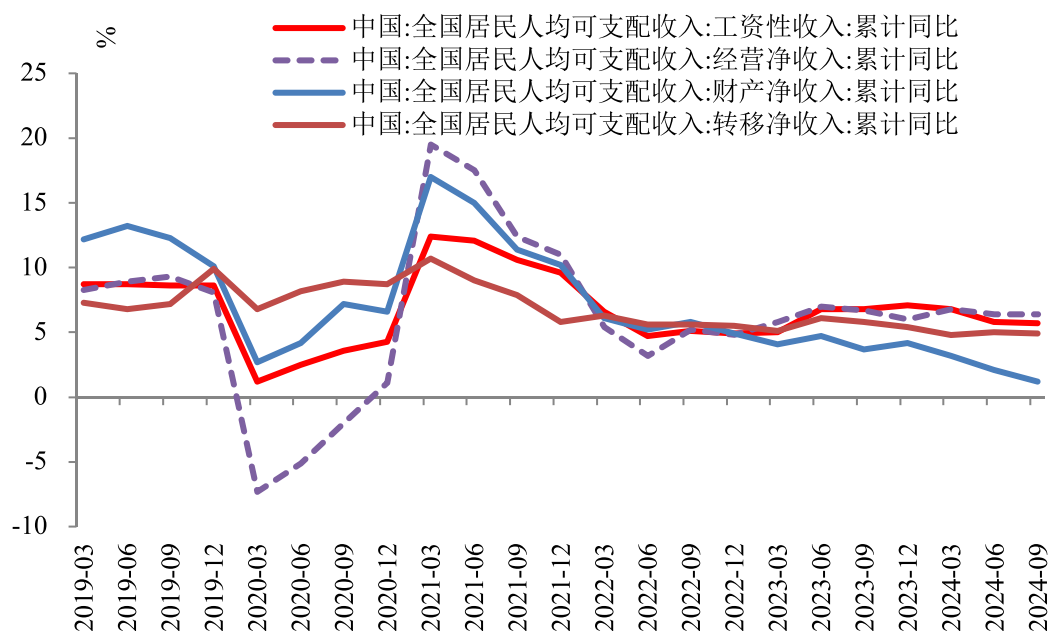


图 16 居民各部分收入走势

因此，尽管疫后中国经济实现恢复性增长，居民就业和收入状态有所改善，但居民信心和对未来预期持续低迷，始终未发生实质性改善。截至 2024 年 9 月，消费者信心指数、满意指数、预期指数等三大指数，相比 2022 年 2 月水平仍显著下降了 25-30%，缺口分别为 28.9%、27.0%、30.0%。其中，对“就业”的信心指数、满意指数、预期指数下跌幅度最大，缺口达到 43%左右；对“收入”的信心指数、满意指数、预期指数下跌幅度次之，缺口达到 20%左右；在此背景下，“消费意愿”的缺口为 16.4%，已经属于非常难得了。从变化趋势上看，上述各类指数已经连续 30 个月保持低位运行，未见明显改善趋势或回暖迹象。

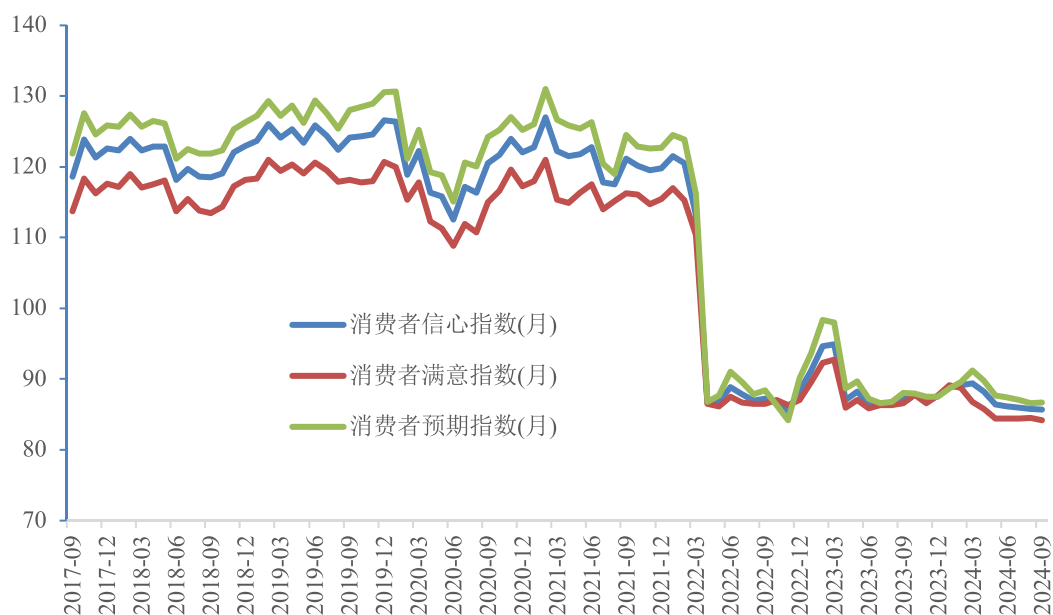


图 17 消费者信心指数、满意指数和预期指数走势

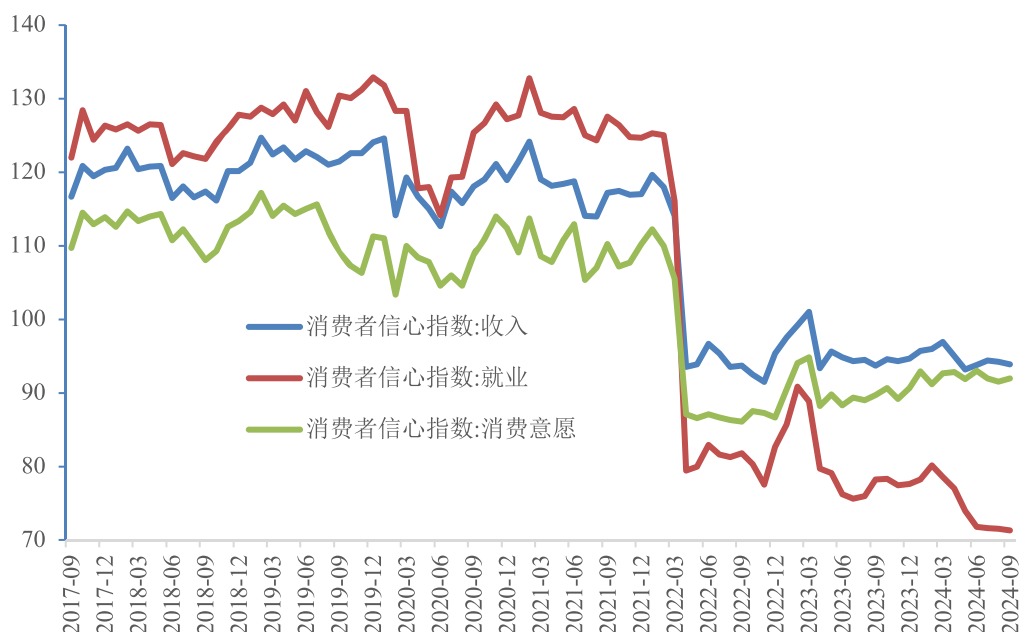


图 18 消费者收入信心、就业信心和消费意愿走势

由于各类市场主体信心和对未来发展预期持续低迷，在本轮经济复苏阶段，市场主体对于长期投资、重资产投资、低流动性的投资，以及对耐用品消费、负债消费等透支未来的消费，都变得非常谨慎。在这种情况下，如果不能恢复市场主体对中国未来发展的信心，中国经济复苏进程将变得更加缓慢和脆弱，而且对中国经济长期发展形成不利影响。例如，在悲观预期下，货币政策宽松更加难以抑制信贷需求的内生回落。首先，居民部门信贷总量持续全面收缩。居民部门住房贷款、消费贷款、经营贷款全面下滑，不仅反映出居民购房意愿和消费意愿大幅下滑，还反映出个体工商户、小微企业主的扩张意愿遭受明显的负面冲击。其次，企业部门的资产负债表结构恶化，用于扩大投资生产的中长期贷款大幅度少增，而为了维持现金流的短期贷款等大幅多增，意味着企业长期投资动力不足。

2、企业绩效短期改善后再度恶化，产能利用率不足制约投资扩张动力

2024 年上半年企业绩效状况有所改善，然而年中以来又再度恶化，特别是工业企业利润总额同比增速由负转正后又再度转负。1-9 月份，工业企业利润总额同比下降 3.5%，而 1-7 月份时仍为同比增长 3.6%。与此同时，从亏损企业样本看，亏损面呈现快速扩大趋势。1-9 月份，亏损企业户数同比增长 5.6%，亏损企业亏损额同比增长 9.2%，相比上半年情况快速恶化。

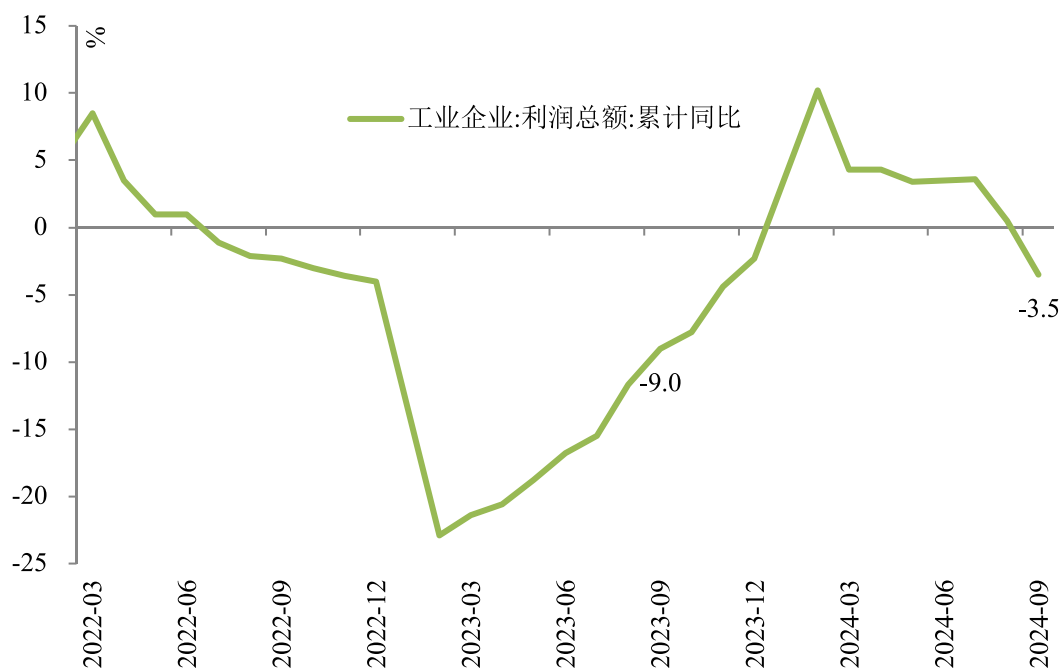


图 19 工业企业利润总额变化情况

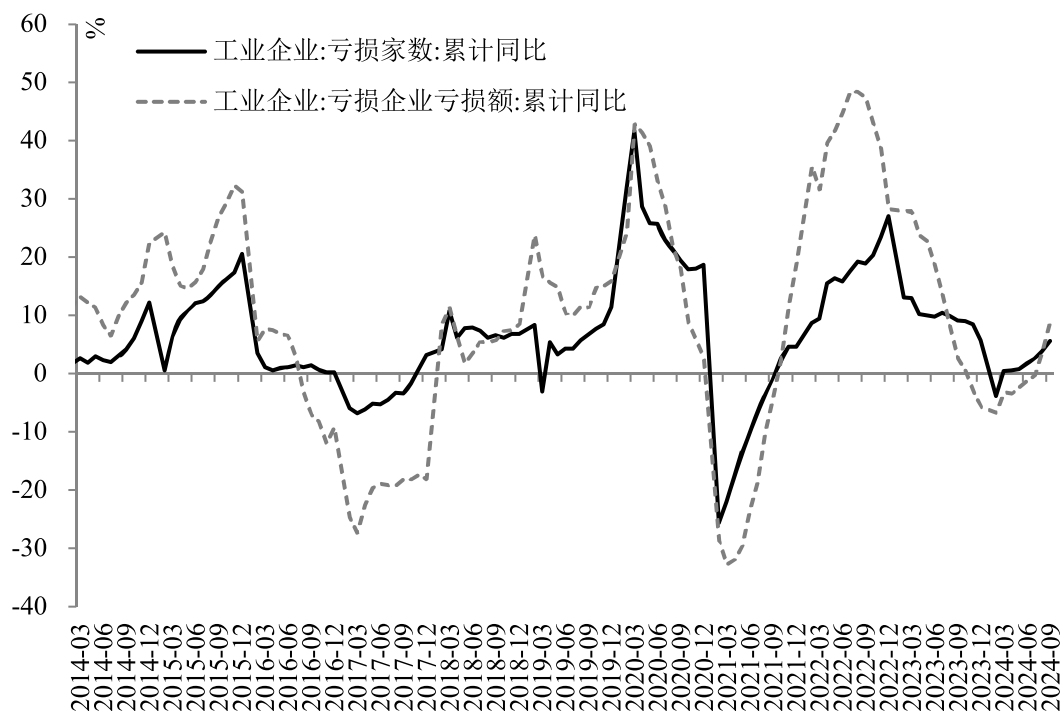


图 20 工业企业亏损家数和亏损额变化情况

产能利用率不足制约投资扩张动力。前三季度，全国工业产能利用率为74.6%，处于历史同期较低水平；其中，三季度为75.1%，较去年同期回落0.5个百分点；前三季度，汽车制造业、电气机械和器材制造业、食品制造业、非金属矿物制品业产能利用率分别为70.3%、74.4%、69.5%、62.6%，分别比去年同期下降3.4、2.5、0.4、2.1个百分点。

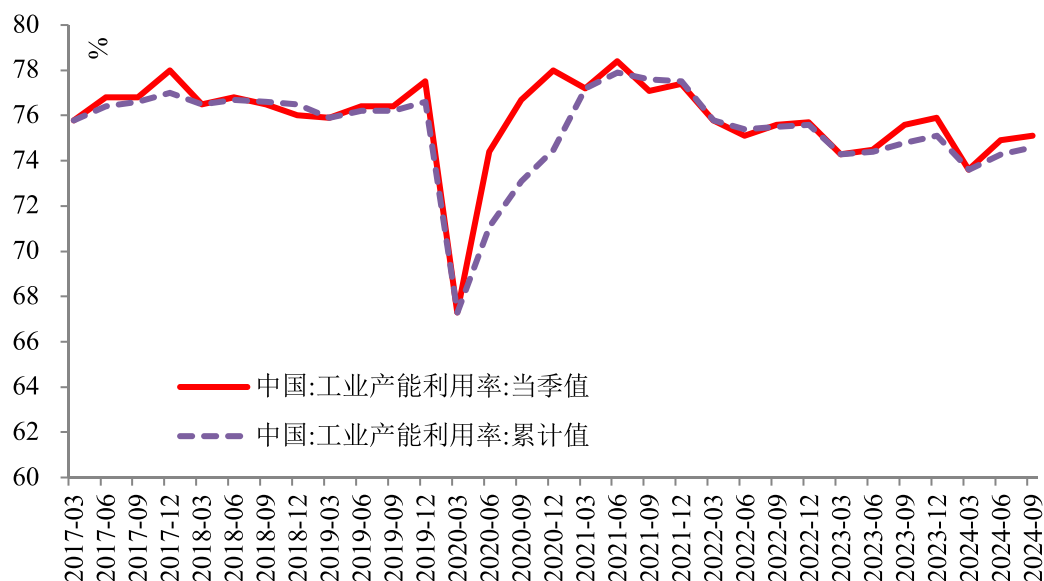


图 21 工业企业产能利用率变化情况

在产能利用率保持低位的同时，企业产销率仍处于历史性低位。1-9 月份，工业企业产销率为 96.1%，比去年同期下降 0.7 个百分点。进一步分析表明，这主要是由于内需不足而非外需因素。事实上，受出口回暖影响，1-9 月份，工业企业出口交货值同比增速实现由负转正，按人民币计价累计同比增长 4.1%，较去年同期增速回升 8.9 个百分点。换言之，今年如果没有外需的好转，工业企业产能利用率和产销率可能会更低。

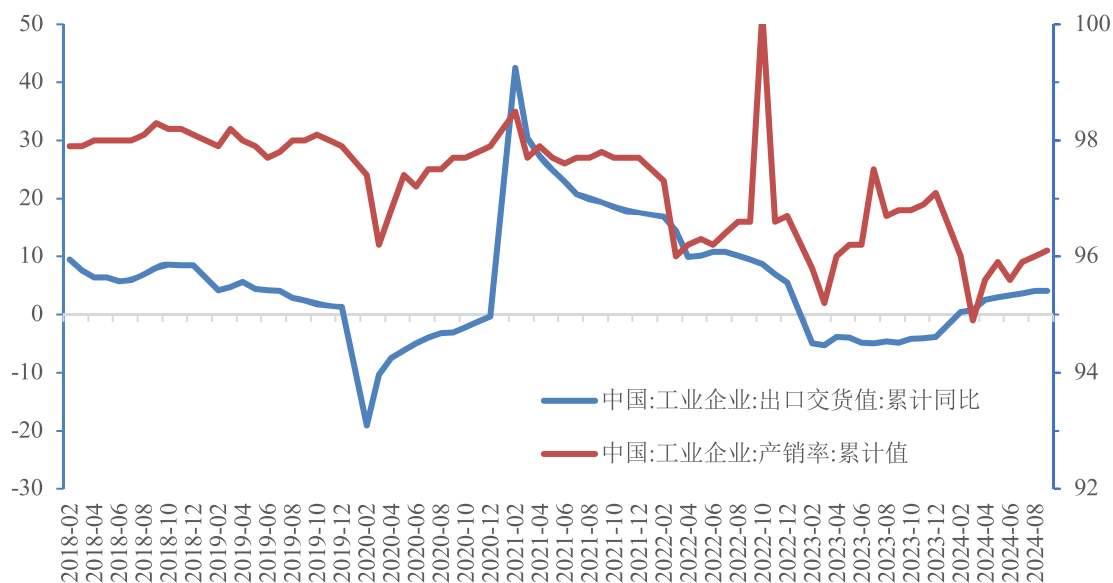


图 22 工业企业产销率和出口交货值增速变化情况

3、财政收入和政府性基金收入下滑，导致政府支出由扩张转向收缩

2024 年以来，公共财政收入和政府性基金收入双双出现下降。1-9 月份，公共财政收入累计同比下降 2.2%，比去年全年增速回落 8.6 个百分点，其中，税收收入累计同比下降 5.3%，比去年全年增速回落 14 个百分点；同期，政府性基

金收入累计同比下降 20.2%，比去年全年跌幅扩大 11 个百分点；两项政府收入合计累计同比下降 5.6%，而去年则为全年增长 2.1%，这使得财政收支平衡压力进一步加大，尤其是部分债务压力较大的地方政府面临严重困难。

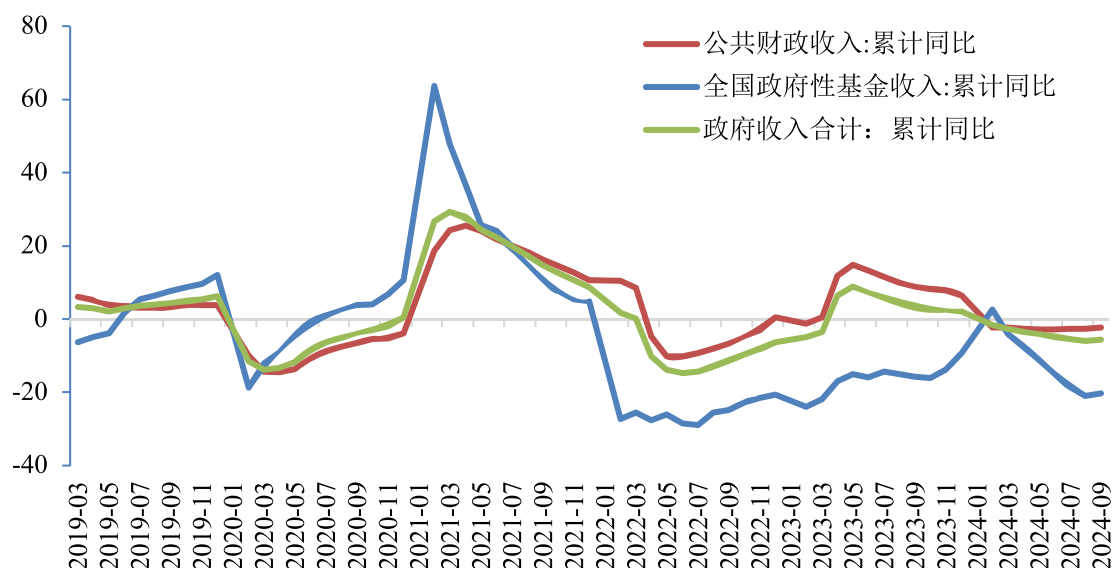


图 23 财政收入和政府性基金收入变化情况

在此情况下，政府支出由扩张转向收缩。1-9 月份，公共财政支出累计同比仅增长 2.0%，比去年全年增速回落 3.4 个百分点；政府性基金支出累计同比下降 8.9%，比去年全年跌幅扩大了 0.5 个百分点；政府总支出累计同比下降 0.8%，比去年全年增速回落 2.1 个百分点。政府支出增速由正转负，局部痛感明显。

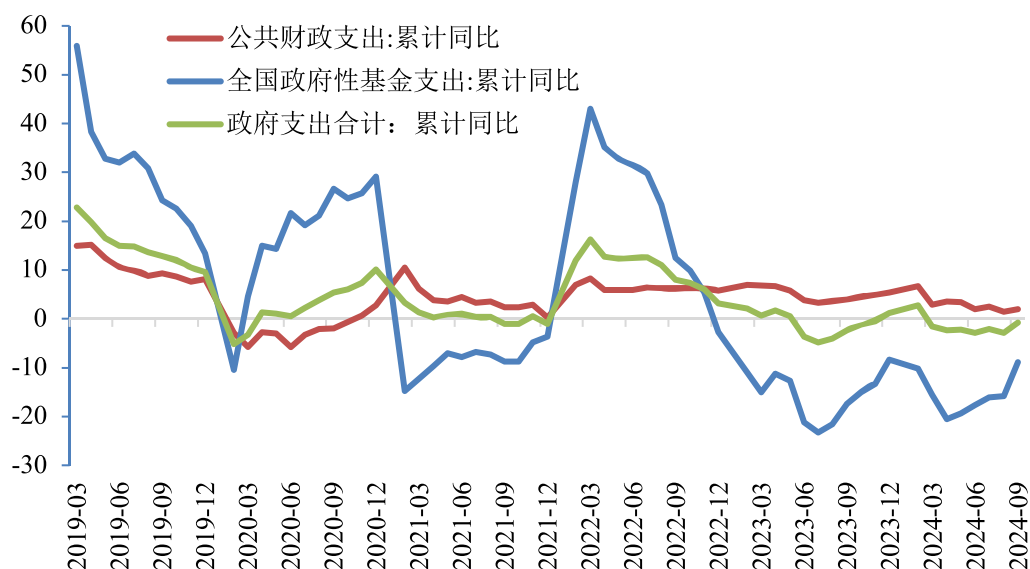


图 24 财政支出和政府性基金支出变化情况

4、房地产市场持续深度调整，给各方面造成较大短期下行压力

自 2021 年下半年起，房地产市场开始下行调整，房地产投资和销售等系列指标经历了持续而严重的收缩，至今仍然没有迎来明显的拐点，成为当前投资、

消费、金融信贷、地方财政等系列宏观指标恶化的“震源”。

首先，房地产投资持续剧烈收缩。从房地产开发投资完成额来看，2022 年同比下降 10%，2023 年同比下降 9.6%，2024 年 1-9 月同比下降 10.1%，相比 2021 年累计已经跌去 26.9%；从房地产开发资金来源看，2022 年同比下降 25.9%，2023 年同比下降 13.6%，2024 年 1-9 月同比下降 20%，相比 2021 年累计已经跌去 48.9%。

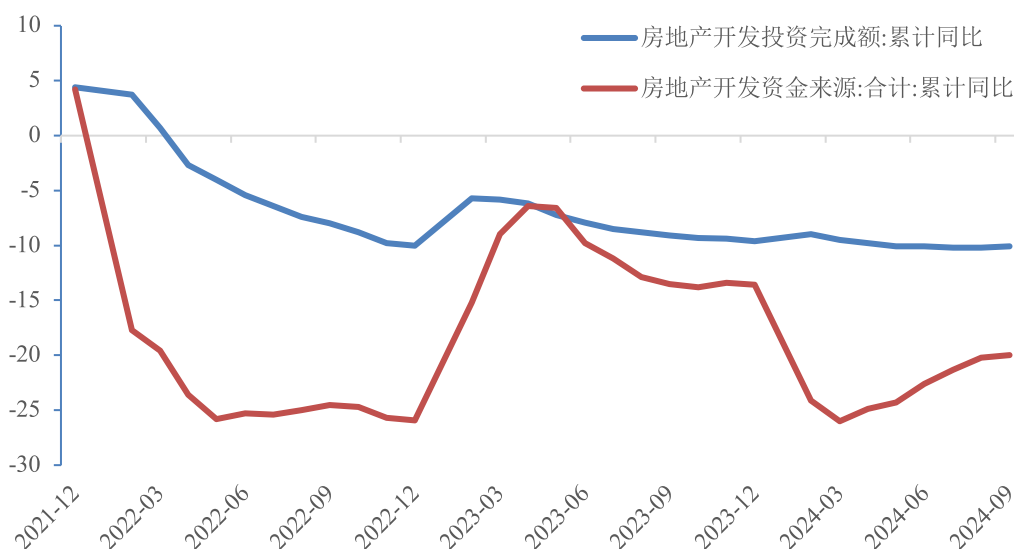


图 25 房地产市场投资和资金变化情况

其次，房地产销售持续大幅萎缩。从商品房销售额来看，2022 年同比下降 26.7%，2023 年同比下降 6.5%，2024 年 1-9 月同比下降 22.7%，相比 2021 年累计已经跌去 47.6%；从商品房销售面积看，2022 年同比下降 24.3%，2023 年同比下降 8.5%，2024 年 1-9 月同比下降 17.1%，相比 2021 年累计已经跌去 43.2%。

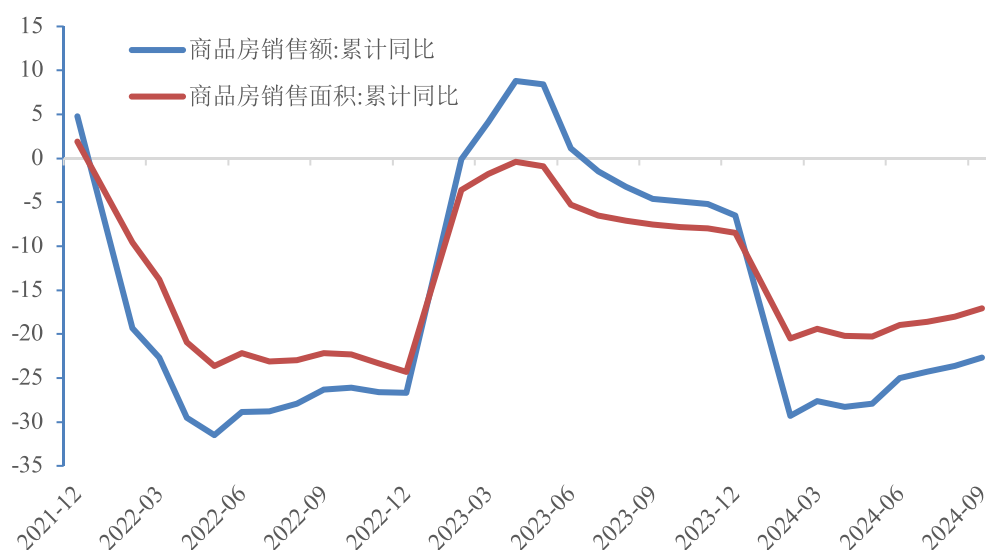


图 26 房地产市场销售变化情况

最后，从房地产业先行指标来看，本轮市场调整来得更早更为剧烈。其中，

从房屋新开工面积看，2021 年下降 11.4%，2022 年下降 39.4%，2023 年下降 20.4%，2024 年 1-9 月同比下降 22.2%，相比 2020 年累计跌去 62.6%；从本年购置土地面积看，2019 年下降 11.4%，2020 年下降 1.1%，2021 年下降 15.5%，2022 年下降 53.4%，即截至 2022 年（此后相关数据缺失），相比 2018 年已经累计跌去 65.5%。

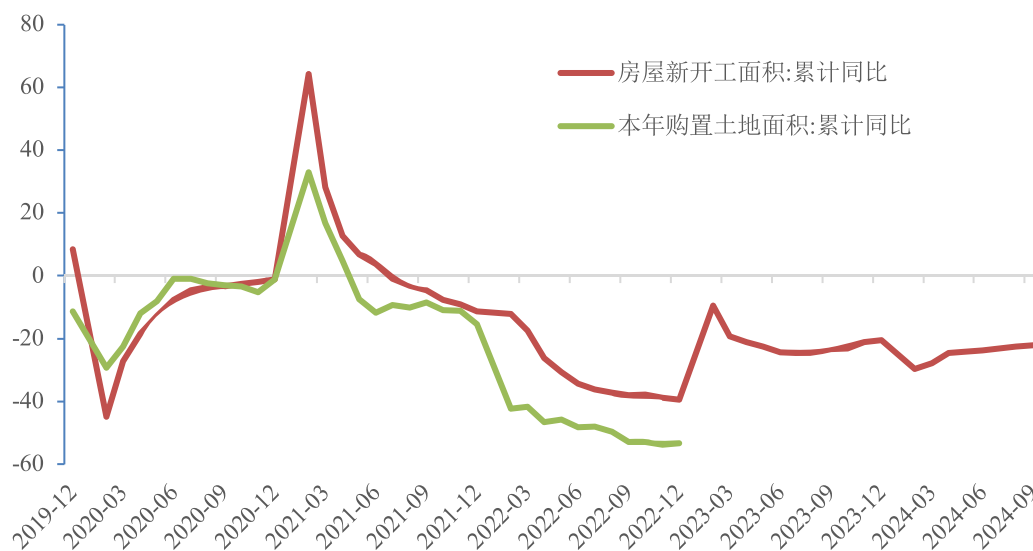


图 27 房地产市场先行指标变化情况

5、客运量恢复性增长阶段完成，社会融资等内生性紧缩态势尚未扭转

2024 年以来，客运量和货运量出现显著好转，终于回归常态水平。在 2020-2022 年间，中国人员和货物流动（特别是人员流动）发生了系统性变化，导致经济循环速度明显放缓；2023 年，客运量实现大幅反弹，同比增长 66.5%，货运量同比增长 8.2%，但是从绝对水平来看，截至当年 12 月，当月客流量仅恢复至 7.4 亿人次，仅达到 2019 年同期的 55%；货运量恢复至 47.3 亿吨，仅达到 2019 年同期的 99%。2024 年以来，客运量出现显著好转，5 月份首次恢复至 2019 年同期的 100%以上，当月客流量为 14.6 亿人次，达到 2019 年同期的 100.1%，1-9 月累计同比增长 10.2%；5 月份货运量恢复至 49 亿吨，达到 2019 年同期的 105.4%，1-9 月累计同比增长 3.3%。

可以说，2024 年客流量和货流量终于回归正常水平并保持稳健的同比增速，是中国经济循环常态化的一个重要标志。这同时也意味着“流量恢复”所带来的上行力量衰竭，“存量调整”所带来的内生性紧缩效应成为主导力量。

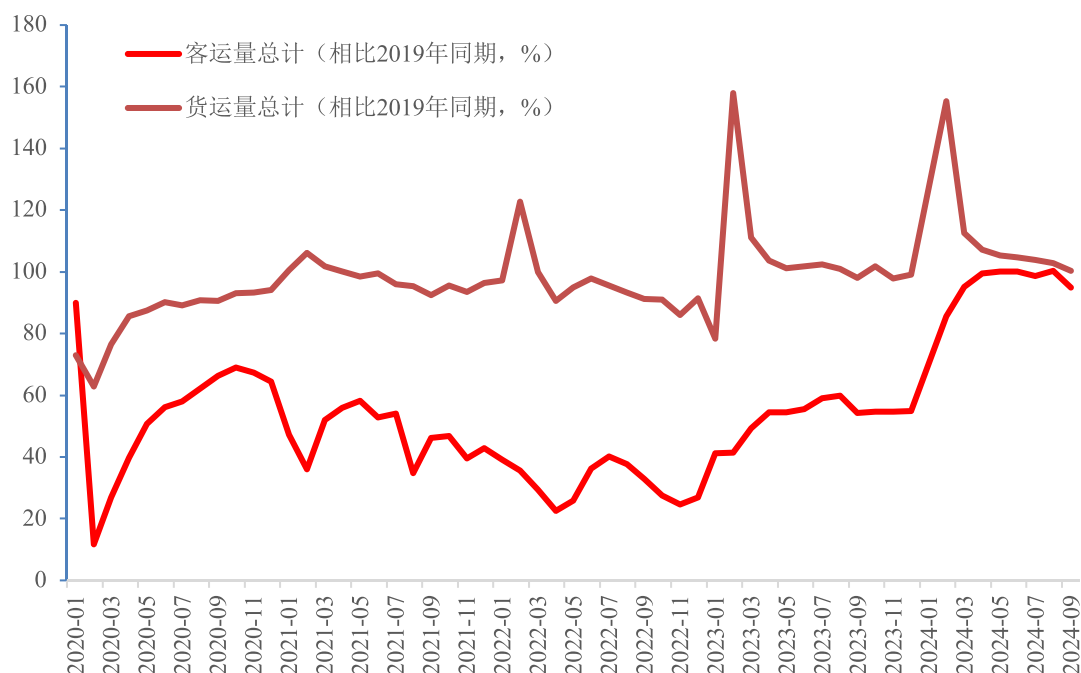


图 28 中国客运量和货运量相对 2019 年同期水平走势



图 29 中国客运量和货运量同比增速走势

从存货周期来看，目前企业存货增速处于较低水平，并且开始出现补库存迹象。9 月末，规模以上工业企业存货同比增长 2.7%，其中，产成品存货 6.5 万亿元，同比增长 4.6%，产成品存货周转天数为 20 天，同比增加 0.2 天。从存货的变动方向看，9 月末，存货增速相比 2023 年增速提升 2.7 个百分点，其中产成品存货增速提升 2.5 个百分点。

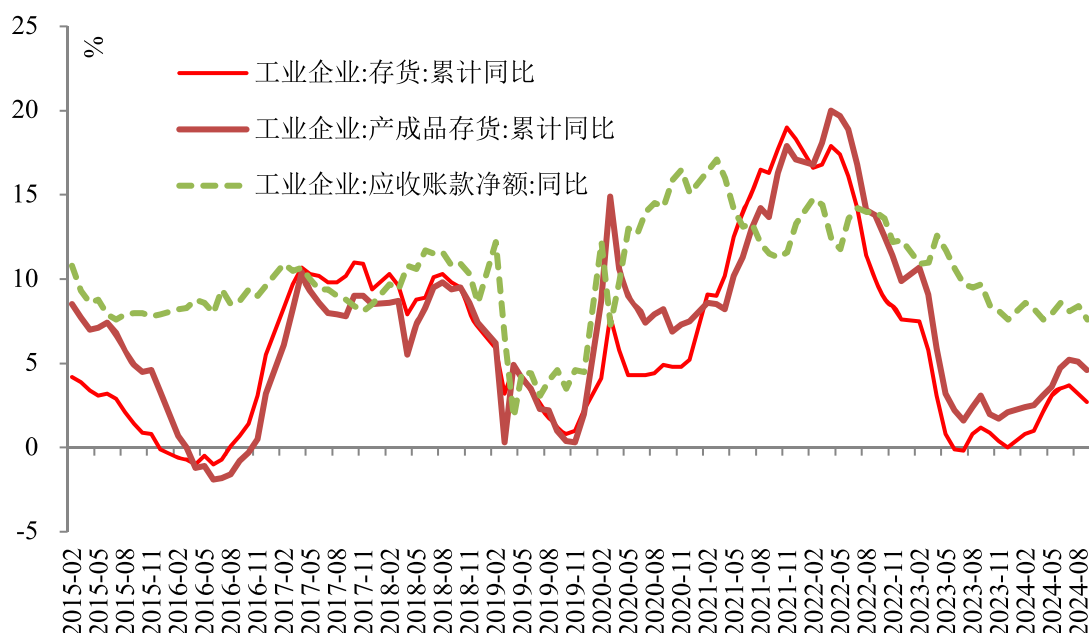


图 30 工业企业存货变化情况

从应收账款的变化情况看，货款循环还有一定的压力。截至 9 月末，规模以上工业企业应收账款 25.7 万亿元，同比增长 7.6%，相比去年同期 9.7% 的增速有所收敛，但是应收账款平均回收期为 66.3 天，同比增加 3.7 天。

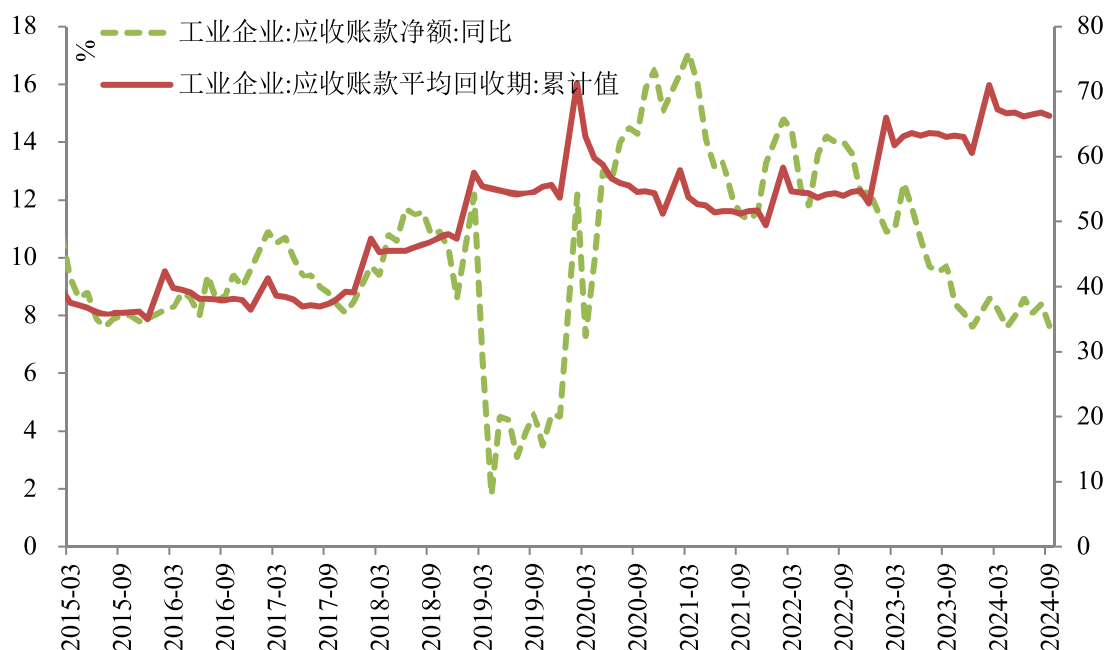


图 31 工业企业应收账款变化情况

2024 年以来，货币政策保持宽松，但难以扭转社会融资内生性紧缩态势。前三季度，新增社会融资规模为 25.7 万亿元，相比去年同期少增 3.7 万亿元，降幅达 12.5%；其中，新增人民币贷款规模为 15.4 万亿元，相比去年同期少增 4.1 万亿元，降幅达 21.2%；新增政府债券融资规模为 7.2 万亿元，相比去年同期多增 1.2 万亿元，在一定程度上对冲了企业和家庭部门的信贷收缩。9 月末，

社会融资规模存量同比增长 8%，较去年同期增速回落 1 个百分点。从货币角度看，9 月末，M2 同比增速降至 6.8%，较去年同期增速显著回落 3.5 个百分点；M1 下滑更为剧烈，出现了负增长 7.4%，较去年同期增速大幅回落 9.5 个百分点。

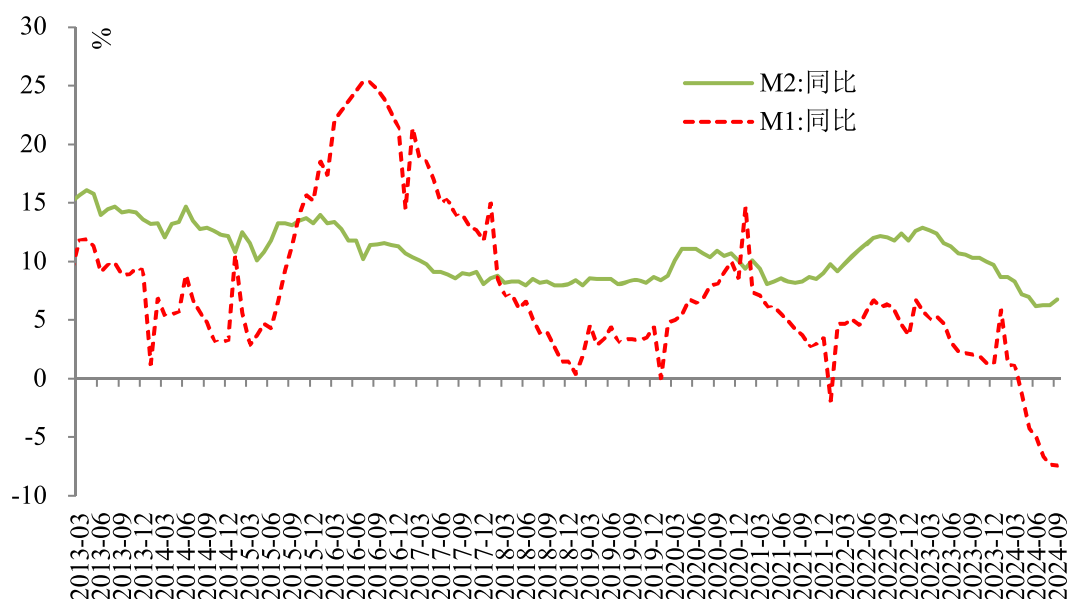


图 32 中国货币供应量 M1 和 M2 同比增速走势

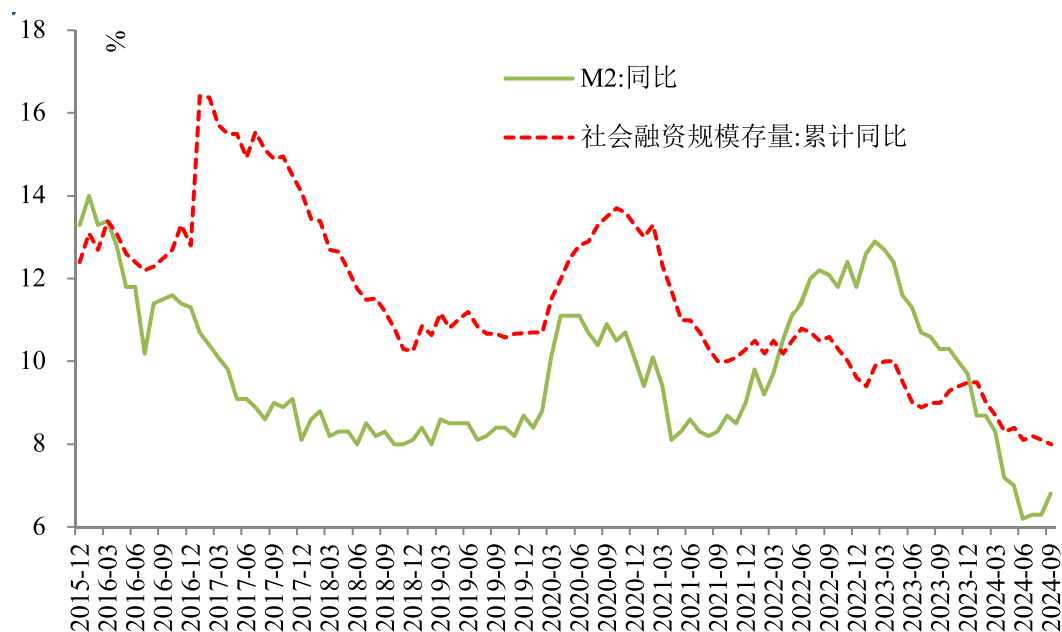


图 33 中国 M2 和社会融资规模存量同比增速走势

（三）科学看待中国经济持续下行的核心驱动因素与关键突破方向

1、科学辨析当前中国经济下行压力的核心驱动因素

第一，高度重视中国经济在“消费需求持续下滑+投资需求持续下行+出口需求预期负面冲击”三重因素的叠加效应和刺激作用之下，已经逐步呈现出的较大

概率进入到内生紧缩通道的苗头。这三重因素具体表现在：（1）当前中国经济所呈现出的消费需求增速下滑的核心驱动机制，本质上在于自从新冠疫情冲击以来，不仅广大中低收入人群就业和收入受到直接影响，包括部分地区公务员和事业编制、多数金融机构、国有企业和龙头企业部门的从业人员中，也至少有 1 亿多规模中高收入群体的真实工资收入水平发生下降现象，导致了这些消费群体真实消费能力下滑，诱发的全社会消费者信心和消费预期逆转现象发生；（2）需求侧的消费需求持续下滑压力已经逐步传导到供给侧，造成投资需求持续下行压力，形成了“消费-投资”双重需求相互联动式的下行态势。实质上来看，中国当前仍然暴露出供给侧与需求侧之间严重结构不对称问题，尚未形成供给侧-需求侧相互支撑的良性经济发展模式。这是导致中国当前面临经济持续下行压力的核心因素；（3）美国新总统上台可能会对 2025 年中国出口需求造成重大短期负面冲击，迫使中国陷入到“消费需求持续下滑+投资需求持续下行+出口需求预期负面冲击”三重因素叠加困境。针对特朗普选前的一系列言论分析，特朗普大概率会针对中国所有进口商品实施至少 40%以上进口关税政策，这是 2025 年中国经济所面临的重大不确定因素。

第二，全面认识当前中国经济主要支撑省份地区发生了投资增速水平较大幅度弱化的突出现象，这是导致中国当前经济下行压力加大的重要因素。深入观察和分析中国各地区的固定资产投资指标变化趋势，可以发现的一些新现象是：（1）东部区域投资动力机制的弱化，是造成当前中国经济持续下行压力的主导因素。2024 年前三季度，东部地区投资同比增长 2.5%，中部地区投资增长 4.5%，西部地区投资增长 1.0%，东北地区投资增长 3.8%。当前，高科技产业、战略性新兴产业、未来产业加速向超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部沿海发达整体地区集聚的趋势越来越凸显，这些数据透露出的重要信息是，本应投资增速处于中高速水平的东部地区，发生了投资增长动力全面弱化的突出现象，背后反映的是当前东部地区在推动新旧动能转换过程中可能面临一系列突出的机制体制性障碍。（2）作为中国经济核心支撑的重点地区投资发生了快速弱化的突出现象。2024 年 1-8 月，广东省固定资产投资同比下降 2.9%，江苏省同比增速为 2.3%，浙江为 2.6%，山东为 4.2%、河南为 6.6%、四川为 0%、湖北为 5.8%、福建为 4.2%、湖南为 3.6%、安徽为 4.1%、上海为 7.8%，北京为 8.4%。这些数据深刻表明，除了北京、上海、河南、湖北之外，大多数全国经济规模领先省份地区均出现了投资动力活力弱化的问题。（3）民间投资偏向房地产部门的扭曲结构性特征，极大地制约了民间投资对高技术产业的活力动力恢复。2024 年前三季度，民间投资下降 0.2%，扣除房地产开发投资后民间投资增长 6.4%。该数据背后揭示的重要信息是，当前民间投资大部分分布在房地产及其相关产业部门之中，而在高技术产业、战略性新兴产业部门的民间投资分

布较少的客观事实，从而深刻说明当前民间资本不愿意或者难以进入高技术产业、战略性新兴产业部门的重要事实。

第三，深刻理解当前中国经济正在处于新旧动能、新旧产业、新旧模式转化的关键过渡期，呈现出的短期经济持续下行态势的必然性，深刻认识到此阶段激活和促进全社会大规模研发投入和制造业部门先进生产设备投资，对维持中国未来一段时期内中高经济潜在增速水平和全要素生产率水平的决定性支撑作用。不能将当前中国经济下行的驱动机制，简单归结为受制于当前中国 GDP 规模扩大到一定体量阶段，所蕴含的经济潜在增速水平必然呈现下滑规律，进而陷入到国外流行的人口老龄化和地方政府债务会降低中国经济潜在增速水平的理论陷阱。而是要科学认识到，当前中国经济正在处于新旧动能、新旧产业、新旧模式转化的关键过渡期，在新产业、新动能、新模式占 GDP 比重超过一定门槛之后，短期经济持续下行态势就会被逆转，中国经济就会进入到一个稳定的中高速增长阶段。按照我们提出的“经济结构动态变化决定不同经济潜在增速水平”理论研究表明，在 2020 至 2035 年这十五年期间，中国经济潜在增速水平具有处于 4.5%至 5.0%区间的发展机会；而在 2035 至 2050 年这十五年期间，经济潜在增速水平仍然具有处于 3%至 3.5%区间的发展空间。能否将今后一段时期内的经济潜在增速水平稳定在中高速合理水平，关键就在于当前新旧动能、新旧产业、新旧模式的转换转化进程之中，能否激活全社会大规模研发投入的较快增长，激发先进制造业和高科技产业部门先进生产设备投资的大规模更新扩张。以高强度研发投入和大规模先进生产设备投资为主要特征的新产业、新动能、新模式转换转化速度越快，就会推高当前的经济潜在增速水平和全要素生产率水平，进而越是能够对冲当前中国经济下行压力，最终将中国 GDP 增速水平支撑在一个合理的中高速水平。

2、精准识别造成和应对当前经济持续下行压力的关键方向

第一，多数地方政府干预和刺激当地经济新产业、新动能、新模式的财政能力和产业政策工具的全面弱化甚至大面积坍塌，是造成此前中央部署的宏观经济调控政策实施效果有限的核心因素。我们认为，中国情形下中央和地方政府形成的特定债务关系，在国家能够保证持续发行货币的前提下，只要不引发恶性通货膨胀，并不必然会带来重大发展风险。相反，当前我们已经陷入到西方布局的政府债务风险的话语权陷阱之中，严重干扰了中国特色优势的宏观经济调控政策的制定和实施。实质上，当前中国已经陷入到“地方政府债务必然会拖累地方经济增长”的认知陷阱，进入到通过严格限制地方政府的大规模显性或隐性债务增长，试图在短期内消化消除地方政府债务风险的政策误区之中。这就会造成的必然结果是，在中国各级政府迫切需要利用“财政资金+产业政策”工具组合，来促进和扶持地区传统产业转型升级、特色优势产业培育壮大、高科

技产业全面布局的关键发展时期，绝大多数地方政府面临财政资金能力严重弱化和常用产业政策工具无法使用和全面失效的困局。简单认为完全依靠市场竞争机制就可以充分孕育和促进传统产业转型升级、新兴产业培育壮大、未来产业前瞻布局的逻辑，既不符合经济规律，也脱离中国已经形成的经济发展机制体制模式，事实上，各级政府以财政补贴和税收返还为主的产业政策工具，仍然是中国新旧功能、新旧产业、新旧模式转换过程不可或缺的重要力量，这就是“有为政府”、“有效政府”的根本内涵。一旦我们陷入到西方所宣扬的“政府债务会拖累经济增长”的理论陷阱，忽略了在中国多数地方政府在推进新旧功能、新旧产业、新旧模式转换的关键机遇期，多数地方政府主动引导和扶持地方产业的财力能力和产业政策工具抓手的丧失，造成的结果必然是由于无法得到地方政府的配合和执行，中央宏观经济调控政策对 GDP 的刺激和拉动作用急剧衰减的严重问题。

第二，高度重视中国经济发展阶段所蕴含的大规模、大范围“中高收入就业岗位创造型”投资驱动增长机制，对解决当前中国经济下行压力的极端重要性。当前，国内流行的一些所谓共识是，中国包括产业投资和政府投资在内的投资已经全面过剩，不仅仅是多数产业产品领域出现了产能过剩现象，政府在各类基础设施领域的投资，也发生了成本严重大于收益的要素边际报酬递减现象。由此判断，中国的投资驱动发展模式已经不可维系，需要将政府财政资金转向以发放大规模消费券为主要形式的消费刺激型政策举措。我们认为，一味强调中国当前经济发展由投资驱动模式转向消费驱动模式的判断，是完全误判了中国经济当前所处的特定阶段性特征。需要高度认识到的一个基本事实是，当前中国经济正处于由创造中低收入水平就业岗位的旧动能，向大规模创造中高收入水平就业岗位的新动能的关键时期，要促进能够创造大规模中高收入就业岗位的新产业、新动能、新模式在 GDP 比重逐步提高进程中，必然要依赖将大规模金融资金、社会资金和政府资金，引导进入和满足到这些新产业、新动能、新模式培育和壮大所产生的巨额外部融资需求。事实上，导致中国经济下行压力的核心因素，表面上看是多数居民群体的消费能力不足问题，实质上是部分居民群体工资收入下滑以及中国中高收入就业岗位供给相对不足的深层次因素。因此，中国经济短期和中长期均表现出来的突出问题是，如何尽快摆脱“中高就业岗位创造能力不足+消费扩张和消费结构优化升级能力不足+有效需求相对不足”的恶性循环机制。

第三，要优先激活超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部发达地区的中高速经济增长潜力，防止陷入到一味试图通过拉动东中西部不同区域板块的均衡型发展模式，来强化中国经济增长内生动力机制和降低经济发展风险的固化思维之中。我们的判断是，2024 年前 3 季度，东部地区所暴露出来的投资

弱化困境，背后反映的深层次问题是，东部地区由于规模相对更为庞大的显性或隐性政府债务所面临的中央“去风险”政策，迫使政府运用财政补贴促进和刺激地方产业发展的财政资金能力和产业政策空间受到更大地制约，造成东部地区培育和壮大高科技产业、新兴产业和未来产业的基本能力弱化甚至丧失。需要高度认识到的一个基本规律是，由于超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部发达地区，在产业链创新链资金链人才链综合领域所拥有的绝对领先优势，必然会导致高科技产业、战略性新兴产业和未来产业加速向这些地区转移和集聚，因此，中国省会城市和非省会城市、南方和北方区域板块、东中西东北地区、东部沿海发达地区和非东部沿海发达地区之间的经济发展差距非但没有缩小，相反，却呈现出持续扩大的规律性现象。这些区域之间持续扩大的发展差距，已经无法通过区域均衡化发展政策加以解决。基于这样的发展规律认识，我们认为，维持今后一段时期内中高速增长的主要支撑力量，仍然要聚焦落在超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部沿海发达地区，要全面鼓励产业、资金、人口、人才、技术、知识、数据、土地等关键要素向这些地区的进一步转移和集聚，千万不可采取不合理人为政策强制推动东部产业向中西部转移，这最终会严重削弱而非增强中国作为全球最大的超大规模经济体的全国统一大市场优势。

三、本轮宏观政策调整逻辑与效果评估

9月下旬以来，针对前三季度中国经济运行出现的一些新情况新问题，中国宏观调控政策定位进行了重大调整，密集推出了一系列增量政策和重要举措。本轮政策调整初见成效，有力扭转了中国经济逐季下行的态势，呈现诸多触底企稳迹象。随着各项指标改善，四季度中国经济增速有望触底反弹，全年有望实现 5% 左右的增长目标，并以更好的姿态迈向 2025 年。

（一）本轮宏观经济政策调整回顾

（1）9 月 26 日，中共中央政治局会议分析研究当前经济形势和经济工作

会议指出当前经济运行出现一些新的情况和问题，要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，提出了一系列重大举措（见下表）。

表 3 最近三次中央政治局会议关于经济工作的表述

		2024 年 4 月 30 日	2024 年 7 月 30 日	2024 年 9 月 26 日
经济政策	总体思路	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。	宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节。实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时退出一批增量政策举措。	有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性。要加大财政货币政策逆周期调节力度。
	财政政策	要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。	要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。发行用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
	货币政策	要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。	要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
	就业政策	突出就业优先导向，促进中低收入群体增收，织密扎牢社会保障网。	要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。要加强低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。	重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。

房地 产政 策	继续坚持因城施策，压实 地方政府、房地产企业、 金融机构各方责任，切实 做好保交房工作，保障购 房人合法权益。要统筹研 究消化存量房产和优化增 量住房的政策措施，抓紧 构建房地产发展新模式， 促进房地产高质量发展。	要促进房地产市场止跌回稳， 对商品房建设要严控增量、优 化存量、提高质量，加大“白名 单”项目贷款投放力度，支持盘 活存量闲置土地。要回应群众 关切，调整住房限购政策，降 低存量房贷利率，抓紧完善土 地、财税、金融等政策，推动 构建房地产发展新模式。
---------------	---	---

（2）9月24日，央行、证监会、金融监管总局提前推出增量货币政策

一是降低存款准备金率和政策利率。下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；年内将视市场流动状况，择机进一步下调存款准备金率。

二是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房房贷最低首付比例，即二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。

三是创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。

（3）10月8日，国家发展改革委加力推出一揽子增量政策

一是加力提效实施宏观政策。加大宏观政策逆周期调节力度，加快推动重大改革举措落地，增强宏观政策取向一致性。加强财政税收、货币金融、投资消费、收入分配等宏观政策的统筹协调和系统集成，强化政策工具协同创新，把握好政策实施的时度效，放大政策组合效应。

二是加大助企帮扶力度。规范涉企执法、监管行为，不能乱罚款、乱检查、乱查封。提前明确阶段性政策后续安排，加快明确政策是否延续实施，如延续实施，尽快明确延续实施的期限。有利于企业生产经营和健康发展的政策不会停、不会少。加强要素配置保障，建立支持小微企业融资的协调机制。

三是进一步扩大内需。在消费上重点是把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，加大对特定群体的支持力度，扩大养老、托育等服务消费，结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大。在投资上重点是扩大有效投资，加快形成实物工作量，用足用好今年各类资金，明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设，优化实施投资重大政策。

四是促进房地产市场止跌回稳。采取系统性综合措施，对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债券等支持盘活存量闲置土地。

五是努力提振资本市场。有关部门将采取有力有效的综合措施，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。

(4) 10月12日，财政部推出一揽子财政增量政策

一是加力支持地方化解政府债务风险。一次性较大规模增加债务额度，置换地方政府存量隐性债务，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。11月8日，正式推出12万亿元（“6+4+2”）化债方案：1）全国人大常委会批准增加6万亿元地方政府债务限额，置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施；2）从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；3）2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，地方政府化债压力大大减轻。

二是加大助企帮扶力度。发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。

三是进一步扩大内需。优化基础性政策机制安排，改善居民收入预期，用好专项资金、贷款贴息等工具，完善商贸流通体系，改善消费环境。加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。

四是促进房地产市场止跌回稳。允许专项债用于土地储备、用好专项债收购存量商品房、及时优化完善相关税收政策。叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。

(5) 10月14日，市场监督管理总局、工信部、司法部、金融监督管理总局联合推出一揽子助企帮扶增量政策

一是精准扶持不同经营主体发展。着力解决小微经营主体在生产经营中面临的实际困难，持续加大对个体工商户的分型分类精准帮扶力度。推动平台企业和平台内的商户共同发展、协调发展，抓紧出台引导平台企业发挥流量积极作用、扶持中小微经营主体发展的具体措施。切实帮助具有一定优势的中小企业提升创新能力和专业化水平，加快推动专精特新中小企业和“小巨人”企业高质量发展。

二是有力有效减轻企业负担。在降低制度性交易成本上加大力度，大力推

进“高效办成一件事”的改革，推动企业办事由“多地、多窗、多次”向“一地、一窗、一次”转变。在减轻企业负担上狠下功夫，聚焦重点收费主体、重点行业领域，组织开展涉企违规收费专项检查和重点抽查，加快违规收费退费进度，让企业尽快得到实惠。在健全涉企收费长效监管机制上持续发力，推动修订保障中小企业款项支付条例，切实维护企业合法权益。

三是营造公平竞争的市场环境。针对地方保护、市场分割等问题，将出台和实施更有刚性约束的制度措施。加快推进《反不正当竞争法》的修订进程，预防和制止不正当竞争行为。深入抓好《公平竞争审查条例》实施，推动清理妨碍统一市场和公平竞争的政策措施，进一步释放我国超大规模市场潜力。大力推进市场秩序综合治理，重点整治侵犯知识产权和商业秘密、制售假冒伪劣商品等违法行为，以良好的市场秩序增强企业发展活力。

四是强化对经营主体的要素保障。金融监管总局着力推动金融机构加大对实体经济的支持力度，加快完善支持小微企业融资协调工作机制，帮助缓解小微企业融资困难问题。市场监管总局会同有关部门创新实施质量融资增信政策，推广以企业技术能力、质量资质等为依据的增信机制，提高小微企业的融资可得性和便利性。工业和信息化部积极为中小企业提供人才引进、融资对接、数字化赋能等一站式服务，切实帮助企业降本、增效、提质。

五是坚决维护经营主体的合法权益。加快推动出台《民营经济促进法》，对民营经济平等对待、平等保护，为非公有制经济发展营造良好环境。落实好《优化营商环境条例》，按照既要“放得活”又要“管得住”的要求，针对妨碍市场公平准入、限制企业跨区迁移等问题，尽快研究提出切实有效措施，回应经营主体关切。深入推进涉企法律法规政策评估清理，全面清理歧视和区别对待不同所有制、规模和地域企业的各类规定。

六是严格规范涉企执法监管行为。司法部将进一步加强涉企行政执法监督，积极推进严格规范公正文明执法，大力整治行政执法突出问题，加强涉企执法诉求沟通机制建设，加大涉企行政复议案件办理力度，推动行政机关依法履职、依法行政。市场监管总局将加快出台推行服务型执法具体举措，制定行政执法行为规范，更多运用提醒告诫、行政指导等柔性措施，将服务贯穿于监管执法全过程、各环节，科学引导企业依法合规经营。

(6) 10月17日，住建部推出房地产增量政策

一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村和危旧房改造。对条件比较成熟的 100 万套，通过加大政策支持力度，提前干、抓紧干。主要采取货币化安置，这更有利于群众根据自己的需要选择合适的房子，又不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。城中村和危房改造中重点支持地级以上城市；开发性、政策性金融机构可以给予专项借款；允

许地方发行政府专项债；给予税费优惠；商业银行根据项目评估还可以发放商业贷款。

二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都纳入“白名单”，做到“应进尽进”；进入“白名单”的项目要做到“应贷尽贷”；优化贷款资金的拨付方式，做到“能早尽早”，满足项目合理融资需求。

（7）11 月 13 日，财政部、税务总局、住建部推出房地产市场税收新政

一是契税方面，在全国范围内，对个人购买家庭唯一住房和家庭第二套住房，只要面积不超过 140 平方米的，统一按 1% 的税率缴纳契税。面积超过 140 平方米以上的，首套住房减按 1.5% 的税率征收契税、二套住房减按 2% 的税率征收契税。

二是增值税方面，在城市取消普通住宅标准，对个人销售已购买 2 年以上（含 2 年）住房一律免征增值税。

三是土地增值税方面，取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对纳税人建造销售增值额未超过扣除项目金额 20% 的普通标准住宅，继续实施免征土地增值税优惠政策；将各地区土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点，调整后，东部地区为 1.5%，中部和东北地区为 1%，西部地区为 0.5%。

（8）11 月 21 日，商务部发布促进外贸稳定增长相关政策措施

一是扩大出口信用保险承保规模和覆盖面。支持企业开拓多元化市场，鼓励相关保险公司加大对专精特新“小巨人”、“隐形冠军”等企业的承保支持力度，拓展出口信用保险产业链承保。

二是加大对外贸企业的融资支持力度。中国进出口银行要加强外贸领域信贷投放，更好适应不同类型外贸企业融资需求；鼓励银行机构在认真做好贸易背景真实性审核、有效管控风险的前提下，在授信、放款、还款等方面持续优化对外贸企业的金融服务；鼓励金融机构按照市场化、法治化原则，对中小微外贸企业加大融资支持力度。

三是优化跨境贸易结算。引导银行机构优化海外布局，提升对企业开拓国际市场的服务保障能力；加强宏观政策协调配合，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；鼓励金融机构为外贸企业提供更多汇率风险管理产品，帮助企业提升汇率风险管理水平。

四是促进跨境电商发展。持续推进海外智慧物流平台建设；支持有条件的地方探索建设跨境电商服务平台，为企业提供海外法务、税务资源等对接服务。

五是扩大特色农产品等商品出口，加大促进支持力度，培育高质量发展主体；指导和帮助企业积极应对国外不合理贸易限制措施，为出口营造良好外部环境。

六是支持关键设备、能源资源等产品进口。参照新版《产业结构调整指导目录》，修订发布《鼓励进口技术和产品目录》；完善再生铜铝原料等产品进口政策，扩大再生资源进口。

七是推动绿色贸易、边民互市贸易、保税维修创新发展；加强第三方碳服务机构与外贸企业对接。积极发展边境贸易，推进边民互市贸易进口商品落地加工。研究出台新一批综合保税区维修产品目录、第二批自贸试验区“两头在外”保税维修产品目录，新支持一批综合保税区和自贸试验区外“两头在外”保税维修试点项目、综合保税区内“两头在外”保税再制造试点项目落地。

八是吸引和便利商务人员跨境往来。完善贸促机构展览公共服务平台和服务企业数字化平台，加强展会信息服务和对外宣传推广。稳妥推进与更多国家商签互免签证协定，有序扩大来华单方面免签政策适用国家范围，扩大过境免签政策实施区域、延长可停留时间，依规为临时紧急来华重要商务团组审发口岸签证，支持重点贸易伙伴商务人员来华。

九是提升外贸海运保障能力，加强外贸企业用工服务。支持外贸企业与航运企业加强战略合作；加大对外贸企业减负稳岗的支持力度，按规定落实失业保险稳岗返还、创业担保贷款及贴息等政策，大力推广“直补快办”经办模式，降低企业经营成本；将重点外贸企业纳入企业用工服务保障范围，加强人社专员指导服务。

（二）本轮宏观政策调整的逻辑转变

从以上对宏观经济政策调整的回顾中，可以看出本轮政策逻辑的变化：本轮政策调整从扭转资本市场和房地产市场下行趋势入手，以中央政治局会议定调为核心，以市场反应速度最快的货币金融政策为先导，以财政部、住建部、发改委等主要部门为主力，密集推出了一系列增量政策，并呈现四个突出特点：一是总体政策定位发生了实质性变化；二是各类专项政策力度持续加大；三是注重政策协调发挥组合放大效应；四是针对政策工具进行重大创新。

1、货币政策思路发生重大转变

首先，在本轮政策调整中，货币政策发挥了“急先锋”作用。早在9月26日中央政治局会议召开之前，央行、证监会、金融监管总局提前于9月24日率先推出增量货币政策。这使得股票市场迅速反弹，于9月底就开启了一轮大涨。

其次，货币政策定位从沿用了十余年的“稳健的货币政策”，转变为“支持性的货币政策”。这一定位转变赋予了货币政策在经济下行中更好地发挥逆周期调节作用的权限，也使得当前背景下货币政策真正具有了“灵活性”。

最后，货币政策的操作方式从以往的“小步微调”模式，转变为“大力出奇迹”模式。近年来，我国央行一直采取“小步微调”的降息操作，平均每次降息10个

基点，事实证明，这在市场脆弱预期下不仅难以起到扭转局势的效果，反而不断蚕食了政策空间、错失了经济复苏的时机。而在本轮政策调整中，央行不仅实施了宽松货币政策，而且在 10 月份启动了一次大力度的宽松操作，引导 1 年期贷款基础利率(LPR)一次性下调 25 个基点至 3.1%，5 年期以上贷款基础利率(LPR)一次性下调 25 个基点至 3.6%。

2、房地产政策思路发生根本转变

首先，在本轮政策调整中，房地产政策定位和调控目标得到了清晰确立，即“止跌回稳”。9 月 26 日，中央政治局首次提出，要促进房地产市场止跌回稳，这是对房地产政策定位的重大调整和明确，各部门各地方的政策调整有了清晰的指引。会议还提出，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地；要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

其次，围绕促进房地产市场“止跌回稳”目标定位，各部门、各地方密集出台了一系列支持性政策，不仅各单项政策力度空前，而且形成了政策合力。在货币政策方面，央行采取了三大措施：一是通过降低存款准备金率和政策利率，引导房贷利率大幅下调超 25 个基点；二是降低存量房贷利率，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅达到约 50 个基点；三是统一首套房和二套房房贷最低首付比例，二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。在财政政策方面，财政部联合住建部等其他部门采取了几大措施：一是降低契税；二是扩大增值税减免覆盖范围；三是取消普通住宅和非普通住宅的标准，进一步扩大税费减免覆盖范围。除了中央层面政策，全国各地地方也迅速根据自身实际情况进一步推出了各种支持性政策，特别是上海、北京、深圳等一线城市大幅调整了相关限制性政策，稳房市力度空前。

3、化债工作思路发生根本性转变

本轮化债“组合拳”是当前化债思路根本性转变的重要体现，从应急处置转向主动化解、从化债中发展转向发展中化债，对于优化债务结构、缓释流动性风险具有显著作用，同时，更要看到其背后对于推动激励体系重构和地方行为模式改变的重要意图和决心。地方债务问题本质上是个宏观问题，其解决依赖宏观环境及债务形成机制的转变；化债也不是消灭债务，而是建立与经济发展水平、政府财力相适宜的规模与结构。当前，在外部环境变化和内需不足等因素影响下经济修复面临较多挑战，地方财政收支承压，债务化解难度加大。相比此前化债或局部呈现出的应急性、点状式、片面化，本次“6+4+2”政策组合拳因时因势调整，总规模达 12 万亿、为近年来最大力度，将有力推动地方债务化

解，缓解地方刚性化债压力。从下阶段思路看，结构与效率更加重要，应用足用好本轮“及时雨”腾挪出的发展空间和时间，坚持在发展中化债，并坚定不移地推进长期改革，理顺央地间、政府与市场间的关系，释放地方长久活力。

首先，作为今年一系列增量政策的“重头戏”，本次债务置换方案是一揽子、综合性、靶向准的化债组合拳，体现了从“在化债中发展”到“在发展中化债”的化债工作思路变化，同时也强调底线原则，严守财政纪律，债务全口径监管以及隐债“零容忍”。9月26日召开的中央政治局会议强调“要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”，本次大规模化债措施的出台正是落实政治局会议精神的重要体现，具有全面性、针对性、协调性、创新性。同时，本次置换措施实施意味着当前化债工作思路出现了根本转变，即从“在化债中发展”转向“在发展中化债”，同时在宏观调控方式上也有创新性举措，即增强预期管理与加强宏观政策联动。

其次，政策“组合拳”力度大、靶向准，是全盘考量下的较优解。其一，总规模达12万亿元、为近年来最大力度。2015年来，我国共进行四轮债务置换，本次“6+4+2”政策组合拳总规模达12万亿，为近年来最大力度，将有力推动地方债务风险化解，化解流动性压力。其二，化债工具为地方政府专项债券，操作方便且有助于防范道德风险、提升整体政府部门的效率。一方面，相较于国债置换地方债务，通过地方政府债券置换有助于防范道德风险、避免出现“中央兜底”预期，同时这也是全盘考量下的较优解，让中央担纲起更多其他的外部性、全局性、战略性的重要发展任务，提升整体政府部门的效率；另一方面，地方专项债不计入赤字，操作较为方便，同时专项债用于化债也是落实二十届三中全会“合理扩大地方政府专项债券支持范围”要求的体现，有助于提升资金使用效益。其三，债务置换分年度实施，减轻对金融市场冲击的同时也为地方资金安排使用留下空间。6万亿置换额度分三年实施，4万亿化债额度分五年安排，这一方面有助于减轻一次性集中大规模置换对金融市场的冲击，另一方面也给地方资金安排使用留下一定空间，减轻地方一次性分配大规模资金的压力，此外，财政部明确公布了未来几年化债资金使用的计划，也是债务规范透明管理和加强预期管理的重要体现，有助于稳定市场预期。

（三）本轮宏观政策调整的初步效果评估

由于中国及时调整宏观政策定位，有效落实存量政策、加力推出增量政策，四季度中国经济呈现出八大触底企稳迹象，有力扭转经济逐季下行态势。

1、股票市场迎来一波强势反弹。截至11月17日，上证指数收于3331点，反弹幅度超过20%，相比年初上涨12%；深证成指收于10749点，反弹幅度超

过 30%，相比年初上涨 12.9%；创业板指收于 2244 点，反弹幅度超过 40%，相比年初上涨 18.6%；科创 50、北证 50 指数反弹幅度则分别超过 50%、100%，相比年初上涨 15.8%、24.2%。随着市场活跃度回升，10 月份，M1 同比跌幅收窄 1.3 个百分点至 6.1%，M2 同比增速提升 0.7 个百分点至 7.5%；三季度金融业增加值同比增速较二季度大幅提升 1.9 个百分点至 6.2%。

2、房地产销售出现止跌回稳迹象。10 月份，商品房销售面积同比下降 1.6%，跌幅较 1-9 月份显著缩小 15.5 个百分点；商品房销售额同比下降 1.4%，跌幅较 1-9 月份显著缩小 21.3 个百分点。10 月份，一线城市二手住宅价格环比上涨 0.4%，成为首个由负转正的指标；70 个大中城市中，新建商品住宅价格环比上涨城市数增至 7 个，二手住宅环比上涨城市数增至 8 个。

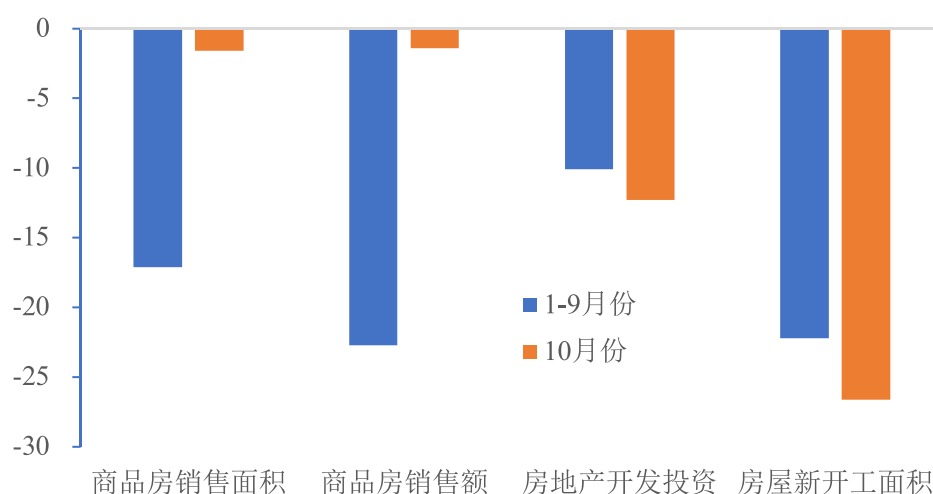


图 34 房地产市场形势变化

目前，房地产市场总体还处于“乍暖还寒”时刻。10 月份，房地产开发景气指数为 92.49，较 9 月份小幅回升 0.09 个百分点，呈现缓慢的爬升态势；房地产开发投资同比下降 12.3%，跌幅较 1-9 月份还进一步扩大了 2.2 个百分点；房屋新开工面积同比下降 26.6%，跌幅也较 1-9 月份扩大了 4.4 个百分点。

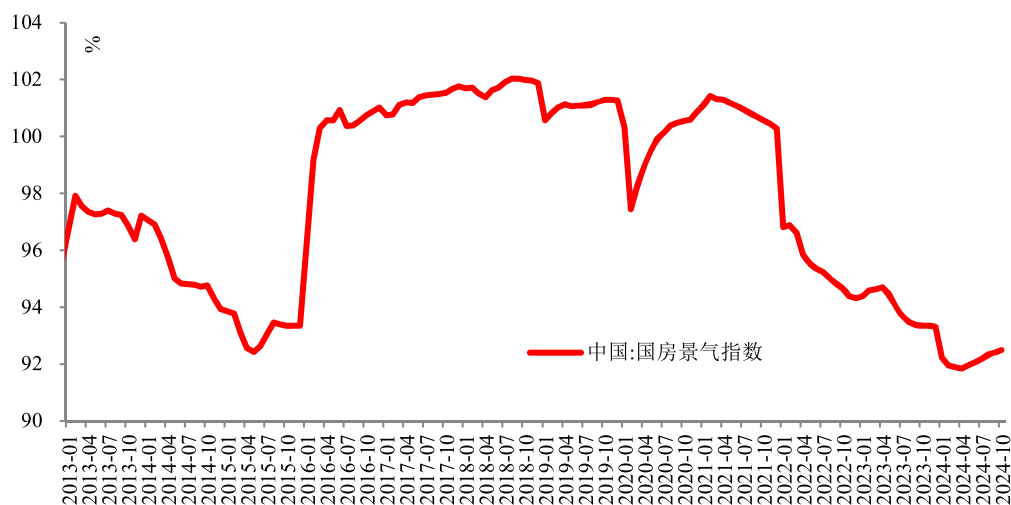


图 35 国房景气指数走势

3、基建投资增速大幅反弹。10 月份，基建投资（不含电力）同比增长 5.8%，较 9 月份增速大幅回升 3.6 个百分点，带动 1-10 月累计同比增速提升 0.2 个百分点至 4.3%，逆转了自 4 月份以来持续下滑的趋势。10 月份，制造业投资同比增长 10%，继续保持较快增长，而且增速进一步回升。这两大力量对冲了“乍暖还寒”时刻房地产投资跌幅的扩大，使得 10 月份固定资产投资增速保持平稳增长 3.4%，增速与 1-9 月份持平。

4、消费增速触底回升。10 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，较 9 月份增速回升 1.6 个百分点，较 8 月份增速回升 2.7 个百分点，连续 2 个月提速，带动其累计同比增速提升 0.2 个百分点至 3.5%，出现消费回暖态势。

5、工业增速企稳回升。9、10 月份，工业增加值同比增长 5.4%、5.3%，较 8 月份增速回升 0.9、0.8 个百分点，初步扭转了工业增速自 5 月份以来的持续下滑趋势。



图 36 规模以上工业增加值同比增速走势

6、服务业增速企稳回升。10 月份，服务业生产指数同比增长 6.3%，比 9 月份加快 1.2 个百分点，比 8 月份加快 1.7 个百分点，连续两个月提速，带动 1-10 月累计同比增速提升 0.1 个百分点至 5%。三季度，服务业增加值同比增长 4.8%，较二季度增速提升 0.6 个百分点。主要源于金融业同比增长 6.2%，较二季度增速大幅提升 1.9 个百分点，以及房地产业同比跌幅从 4.6% 缩小至 1.9%，提升 2.5 个百分点。这得益于 9 月下旬密集推出的一系列增量政策，使得股票市场大幅反弹、房地产市场止跌回稳。

7、城镇调查失业率下降。10 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比 9 月份下降 0.1 个百分点，比 8 月份下降 0.3 个百分点，连续两个月下降。分不同年龄组看，10 月份，16-24 岁劳动力(不含在校生)失业率连续下降 1.2、0.5 个百分点至 17.1%，逆转了近几个月的快速上升趋势；25-29 岁劳动力(不含在校生)失

业率下降 0.1 个百分点至 6.8%，也逆转了近几个月的平稳上升趋势；同时，30-59 岁劳动力(不含在校生)降至 3.8%的失业率水平，处于近一年来的最低水平。

8、宏观经济景气度整体回升。10 月份，制造业 PMI 和服务业商务活动指数双双重回 50%的“荣枯临界值”以上。首先，制造业采购经理指数（PMI）重回景气区间。10 月份，PMI 回升 0.3 个百分点至 50.1%，制造业景气水平回升。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数为 52.0%，比上月上升 0.8 个百分点，表明制造业企业生产活动继续加快；新订单指数为 50.0%，比上月上升 0.1 个百分点，位于临界点，表明制造业市场需求总体水平与上月基本持平；原材料库存指数为 48.2%、从业人员指数为 48.4%、供应商配送时间指数为 49.6%，低于临界点，但分别比上月上升 0.5、0.2、0.1 个百分点。其次，服务业商务活动指数重回景气区间。10 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.2 个百分点，其中，服务业商务活动指数为 50.1%，比上月上升 0.2 个百分点，景气水平回升。最后，综合 PMI 产出指数进一步回升。10 月份，综合 PMI 产出指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，表明企业生产经营活动总体扩张步伐加快，逆转了其在 4-8 月份持续下滑的态势。



图 37 中国制造业采购经理指数运行情况

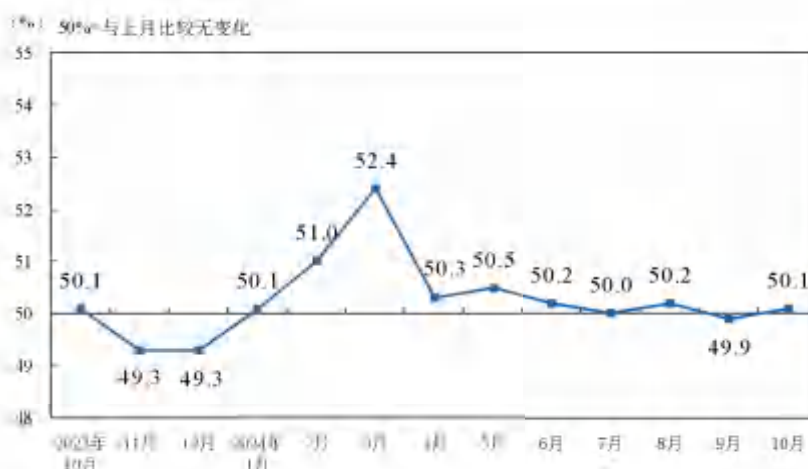


图 38 服务业商务活动指数运行情况

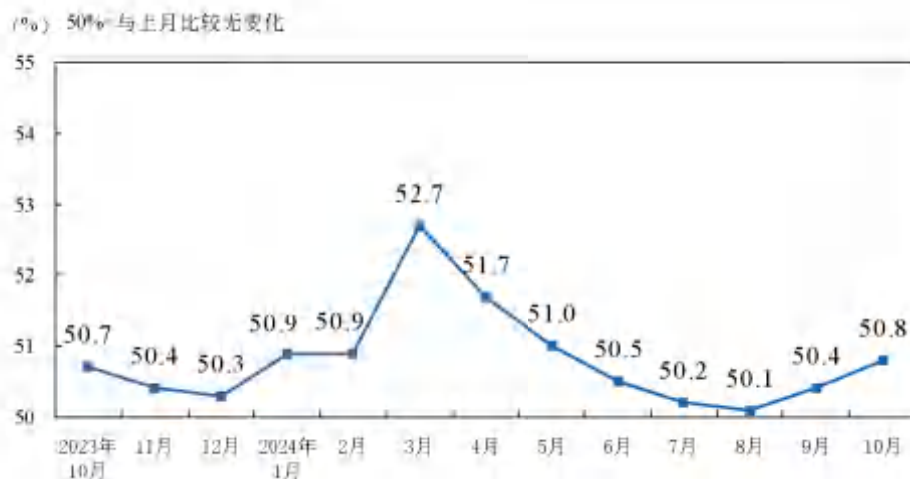


图 39 综合 PMI 产出指数运行情况

(四) 全年 5%左右增长目标能够实现，第四季度走势更为关键

随着本轮政策落地见效，预计四季度经济增速有望企稳回升，达到 4.7%-5.3%，全年经济增速有望达到 4.8%-5%，即完成全年 5%左右的增长目标。本轮政策调整初见成效，有利于推动中国经济以更好的姿态迈向 2025 年。值得注意的是，综合各方面指标来看，目前经济回升向好的基础尚不稳固。消费和投资增速依然较低，房地产投资等系列指标跌幅依然较大，CPI、PPI 仍在回落，M1 跌幅依然较大、信贷同比继续少增，出口增速波动加剧，未来两三个季度仍需更多的增量政策持续发力巩固，直至彻底扭转下行趋势和悲观预期。

总体来看，2024 年中国宏观经济延续了“在曲折中前进”的复苏走势，受到宏观政策发力、房地产市场调整与深化改革三大力量的影响。基于对三大力量的不同研判，2024 年中国经济增长呈现以下三种不同情景：1) 在基准情景下，宏观政策加力提效，推动中国经济进一步恢复，预计第四季度经济增长 5.0%，全年经济增长 4.9%；2) 在乐观情景下，房地产市场止跌回稳，改革举措带来新的动力，预计第四季度经济增长 5.3%，全年经济增长 5.0%。3) 在不利情景下，房地产市场调整不及预期，改革举措未得到积极反应，预计第四季度经济增长 4.7%，全年经济增长 4.8%。三种情景均能够实现 2024 年全年经济增长 5%左右的预期目标，但第四季度增速差异达到 0.6 个百分点，其所蕴含的不同经济走势对于 2025 年甚至未来较长一段时期中国经济发展具有截然不同的重要意义。因此，确保今年四季度至明年一季度的经济增长路径符合基准情景或乐观情景，就变得极为关键！

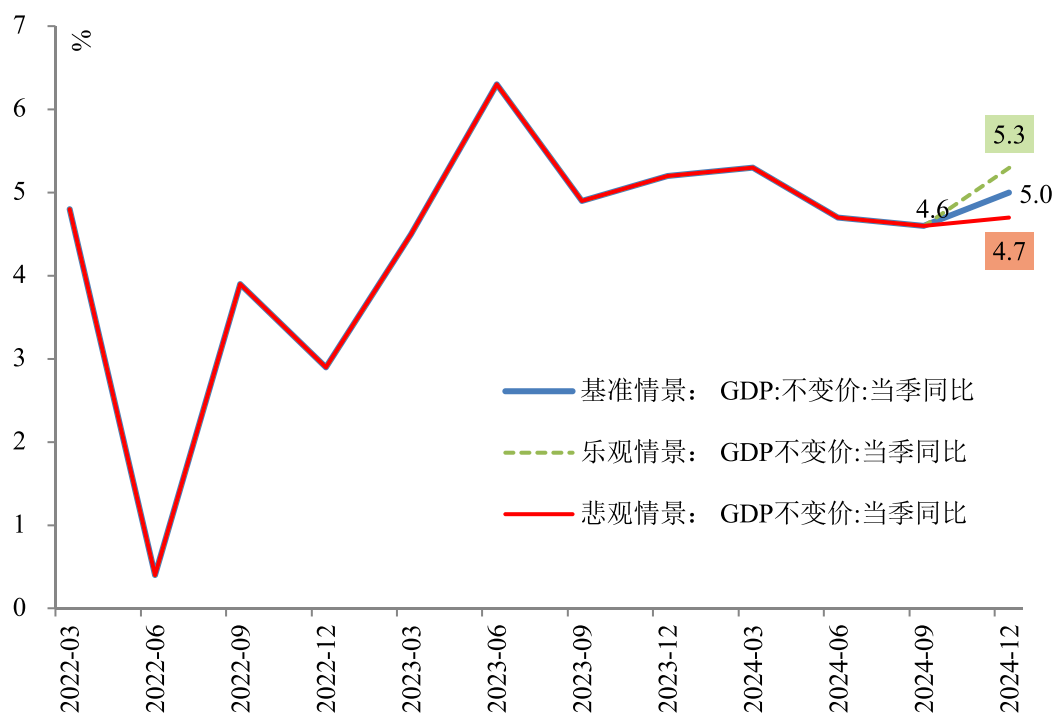


图 40 中国实际 GDP 增速走势预测

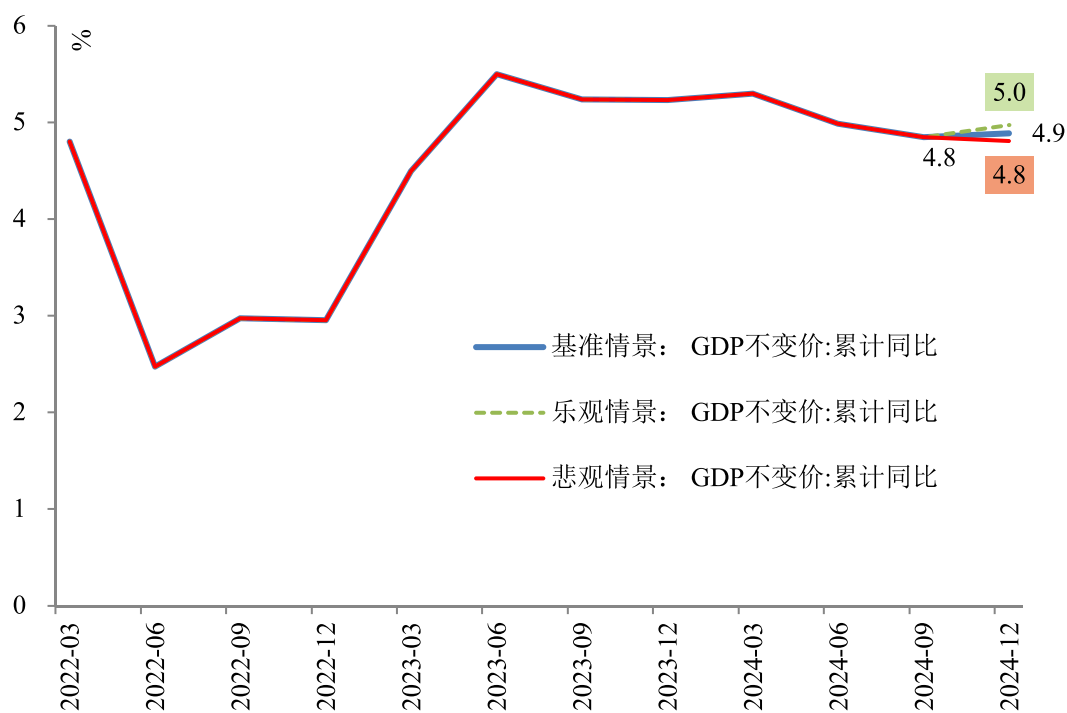


图 41 中国实际 GDP 增速走势预测

四、2025 年中国经济发展面临的机遇与风险挑战

2025 年是中国经济筑底回升之年。作为十四五规划的收官之年、积极宏观调控政策的持续实施年、深化改革方案的推出和落实年、多重力量交织的结构调整年，2025 年中国经济发展面临四大上行机遇和六大下行风险点，需要坚定决心，将宏观调控与改革开放进行到底。

（一）2025 年中国经济发展面临的四大上行机遇

1、本轮宏观政策调整有力扭转了短期宏观经济下行趋势

如前所述，自三季度末开启的本轮宏观政策调整有力扭转了中国经济逐季下行态势，呈现出八大触底企稳迹象：一是中国股票市场迎来一轮强势反弹；二是中国房地产市场出现改善迹象；三是基建投资增速大幅反弹；四是消费增速触底反弹；五是工业增速企稳回升；六是服务业增速明显回升；七是失业率持续下降；八是中国宏观经济景气度整体回升。随着本轮刺激政策落地见效，预计四季度经济增速有望企稳回升，达到 4.7%-5.3%，2024 年全年经济增速有望达到 4.8%-5%，完成全年 5% 左右的增长目标。短期宏观经济下行趋势的扭转、预期增长目标的完成，为 2025 年中国经济发展奠定了良好基础。

2、资产价格效应有助于市场主体资产负债表修复与预期改善

更重要的是，由于本轮政策调整从扭转资本市场和房地产市场的下行趋势入手，带来了非常积极的资产价格重塑效应，加速了市场主体资产负债表修复，极大地改善了市场预期。截至目前，股票市场不仅实现触底反弹，而且反弹的幅度较大，总体上已经“收复阵地”，带来的“财富效应”经过不断确认和巩固后，有助于下一阶段居民扩大消费和企业稳定投资，从而形成经济增长的内生动力。同时，截至目前，房地产市场销售也逐步实现“止跌”，待下一步真正“回稳”后，中国经济将走出“财富收缩效应”，而转向“财富扩张效应”，这将为 2025 年中国经济发展带来更为强劲的内生动力。

3、提前为应对外部冲击做足了政策准备

2025 年全球经贸形势不容乐观。（1）2025 年全球经济将延续低速增长态势，预计实际 GDP 增速与 2024 年持平，维持 3% 左右。全球通胀水平经过过去两年欧美严厉的治理后逐步企稳，预计 2025 年欧美将摆脱高通胀，接近 2% 左右的长期通胀目标。全球货币政策将步入宽松周期，有利于全球经济实现“软着陆”，避免衰退风险。从主要经济体看，得益于美联储及时降息且降幅较大，2025 年美国经济增长回落但将实现软着陆，预计经济增长 2% 左右。受俄乌和中东局势

的持续冲击，2025 年欧元区经济仍将延续弱势增长局面，预计经济增长 1%左右。2025 年日本经济增长低速企稳，预计增长 1%左右；印度经济保持强劲态势，预计增长 6.5%左右；2025-2026 年，印度经济总量将超越日本，升至世界第四。（2）2025 年，全球经贸形势复杂多变，预计全球贸易增速与 2024 年基本持平，达到 3%左右，但是在地缘政治升级和大国博弈加剧的背景下，尤其是随着特朗普就任美国总统，2025 年经贸冲突将更加频发，去全球化和碎片化态势愈发明显，不同阵营间贸易和科技壁垒高树，既降低了全球贸易增速中枢水平，也造成了局部供给约束，并抬升全球通胀中枢水平。（3）2025 年国际金融市场波动性加大，但由于全球货币政策步入宽松周期，年内爆发金融危机的可能性下降。目前，美联储已于 9 月起启动降息，连续 2 次累计降息 75 个基点至 4.75%，欧央行也自 6 月起启动降息，连续 3 次累计降息 110 个基点至 3.4%。在此基础上，市场预计 2025 年美联储还将进一步降息 150 个基点至 3.0%左右，同时由于欧元区经济形势弱于美国，预计 2025 年欧央行降息幅度可能还会高于美国。

（1）凡事预则立：充分前瞻的战略研判，积极谋划应对外部冲击

2025 年最大的外部冲击来自特朗普上台后对我国商品出口全面加征关税而引发的新一轮贸易战。然而，不同于特朗普在上一任期对我突然发动“偷袭”，导致我方被动“应战”，2025 年新一轮贸易战，我方不仅清楚其作战意图，而且有足够的“先发制人”。例如，考虑到特朗普的全球性关税方案不仅会冲击中国贸易，其同时也会对世界其他国家带来贸易冲击，因此，在对抗美国关税冲击上，多数国家与中国具有共同利益和维护全球化的共同诉求。对此，我国可采取多个维度的应对策略。

（2）做好自己的事：12 万亿化债方案减轻地方压力，促进经济良性循环

作为近年来力度最大的化债措施，本轮债务置换政策是一场“及时雨”。从短期看将大幅减轻地方流动性压力、降低付息成本，推动地方政府资产负债表的修复；从中长期看有利于激发地方活力，腾挪更多财力用于经济转型发展和民生领域补短板，同时也有助于解决政府信用问题，逐步提升市场主体信心。

其一，提振市场信心，减轻刚性化债压力，缓释流动性风险。当前地方债务风险核心在于流动性问题，通过地方政府债券置换存量隐性债务，有助于缓解地方政府及城投企业短期偿债压力，特别是阶段性缓释部分区域的流动性风险，提振市场信心；同时地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻，“一揽子化债方案”以及 5-10 年化债计划将顺利推进。

其二，优化债务结构，显著减轻付息压力。存量隐性债务存量规模大、成本较高、涉及面较广、风险较高，在当前低利率的环境下，通过地方政府债券置换存量隐性债务有助于降低存量债务的付息压力、推动优化地方债务结构，

根据财政部估算，五年累计可节约 6000 亿元左右利息，特别是对于财力相对薄弱、付息成本偏高的高风险区域而言，这将大大减轻其债务付息压力，更好保障财政及债务的可持续性。

其三，卸下地方债务“包袱”，腾挪地方发展空间和时间。目前地方化债推进中也出现了一些宏观收缩效应、财政压力加大等新情况，地方政府对于化债务、稳增长、保民生的多重目标下的平衡面临较大困难，积极性和活力受到约束。在地方财政持续承压、流动性压力加大的背景下，本次大规模债务置换有助于减轻化债给地方政府带来的压力，充分激发地方进行经济建设的活力，地方可将有限的财政资源腾挪用于经济建设、“三保”等，既能缓解化债带来的一些宏观收缩效应，也能更好保障和改善民生、推动高质量发展。

其四，助力解决政府信用问题，畅通资金链、促进经济良性循环。政府拖欠企业账款也属于政府债务，全口径债务管理下，债务置换有助于企业提升自身的资金周转速度和效率，使其有更多的资金用于投资和生产经营，同时有助于促进居民就业及增加收入，更重要的是，这有助于解决政府信用问题，提振市场主体参与政府项目的信心和意愿，为国家重大项目、重大战略的顺利推进提供必要支撑，促进经济良性循环。

4、二十届三中全会确立的改革举措有望逐步落地

2025 年是中国进一步全面深化改革的实施年，新一轮改革开放将引领中国经济实现更强劲增长。2024 年 7 月，二十届三中全会公布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（简称《决定》），提出 300 多项重要改革举措。其总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。到 2035 年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。改革聚焦构建高水平社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，坚持和完善社会主义基本经济制度，推进高水平科技自立自强，推进高水平对外开放，建成现代化经济体系，加快构建新发展格局，推动高质量发展。聚焦提高人民生活品质，完善收入分配和就业制度，健全社会保障体系，增强基本公共服务均衡性和可及性，推动人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。聚焦建设美丽中国，加快经济社会发展全面绿色转型，健全生态环境治理体系，推进生态优先、节约集约、绿色低碳发展，促进人与自然和谐共生。《决定》所提出的重要改革举措，经过政策一致性评估后将在 2025 年加快推出，有助于解决中国经济短期和长期面临的一些深层次问题，让中国经济优势充分发挥出来。

（二）2025 年中国经济面临的六大下行风险

2025 年是多重力量交织下的结构调整年。在复苏过程中，中国经济也面临一系列值得关注的下行风险。

1、出口增速显著回落风险

2025 年全球贸易保护主义压力将进一步上升，我国出口增速下行风险极大。风险来源主要集中在三个方面：一是 2025 年全球经济增速将继续放缓，从基本上减少对我国商品的需求；二是 2024 年年中以来，欧美针对中国“新三样”加征关税的举措，可能会在 2025 年充分落地生效，目前出口表现较好的“新三样”届时可能会显著回落；三是 2025 年特朗普上台后，可能会开启更大范围、更大力度加征关税举措，中国直接出口商品以及间接出口商品面临的关税都将显著上升。上述三个风险点的不确定性和冲击严重程度依次递增，中美关系、中欧关系也需要重新定位。本节着重分析特朗普对华贸易政策及其影响。特朗普在首任期内已形成对中国贸易、科技、投资等多个领域进行系统性打压的战略计划和政策框架，政策重点从贸易领域向各个领域不断扩散，严厉程度逐步上升。在特朗普首个任期结束前，美国已建立起对华经贸全面“脱钩”的基础框架。2025 年，特朗普重新执政可能会从以下方面对中美经贸关系产生重大影响。

（1）特朗普贸易政策特征回顾

行政机构在贸易领域的作用显著增强。自 2017 年特朗普就任美国总统以来，美国贸易政策经历了重大转变。尽管美国实行三权分立，但总统在贸易和经济问题上拥有较大权力，可以通过行政令绕过国会行使对外缔约权。在特朗普上任伊始，便宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定，此后美国贸易政策主要由白宫主导，国会的影响力被削弱。在特朗普任期内，任命莱特希泽为贸易代表，并使其和其他官员共同制定法规政策，以重塑美国贸易政策体系。这一趋势在拜登政府时期得以延续，拜登也频频绕过国会发布行政命令，并进一步集中贸易政策制定权。具有代表性的，在印太经济框架中，美国商务部扮演核心角色，调整国内政策流程，深度参与国际谈判。

加强了单边贸易政策工具的使用，如 301 条款和 232 条款。301 条款在特朗普上台前多年未被使用，但自 2018 年 3 月起，美国以此为依据多次提高对中国产品的关税。拜登政府继续使用这些单边贸易政策工具，对中国产品继续征收 301 关税。究其根源，美国的贸易逆差问题，尤其是对华贸易逆差，被特朗普视为经济战的一部分，其将贸易差额视为衡量贸易利益的标准，并强调使用单边政策工具以减少逆差。

削弱了全球贸易体系和多边规则，如 WTO 的争端解决机制。特朗普认为，美国多年来被全球化政策所“出卖”，尤其是在与中国的贸易关系上，美国承受

了巨大的经济损失。基于此，其主张通过提高关税，让美国重新掌控全球贸易规则，减少对外部制造业的依赖，鼓励美国制造业回流，以确保美国工人和企业国际竞争中获得应有的优势，从而创造更多的就业机会，并增强美国的经济独立性。虽然拜登政府表现出更多合作意愿，但相关政策仍对 WTO 争端解决机制的重振或改革起到了阻碍。

调整了与经济盟友的关系，忽视长期联盟和伙伴关系。特朗普在任期间，频繁与欧盟、日本等发生贸易摩擦，并调整了北美自由贸易协定，建立美墨加贸易协定。特朗普的“美国优先”价值观在拜登政府时期得以保留，甚至在某些情况下有所扩大，体现出特朗普对美国贸易政策的持久影响。

将贸易利益与国家安全利益交织。在特朗普执政期间，大力推动出口管制、经济制裁、投资审查等政策，拜登政府继续推行类似政策。这一做法主要源于美国在全球经济和影响力方面的衰落，将中国视为头号竞争对手。特朗普曾明确指出“经济安全是最重要的安全”，意指中国的崛起对美国的国家安全构成了威胁。

（2）特朗普未来对华贸易政策展望

从上述特征的角度展开分析，结合特朗普在竞选期间的主要观点，预计特朗普会从以下几个方面调整对华贸易政策。

贸易壁垒。特朗普政府的贸易政策核心在于调整关税结构。其计划对几乎所有进入美国的商品统一征收 10% 的基准关税，设置外国商品进入美国市场的“准入门槛”，以保护本国产业。此外，其所提出的“对等原则”关税，旨在要求美国与贸易伙伴之间的关税水平对等，以应对其他国家对美国产品的高关税。在对华政策方面，特朗普的公开言论表明，若再次当选，将重点推行四项措施：取消中国的“贸易最惠国”待遇、对所有中国商品征收 60% 及以上的关税、在四年内停止从中国进口关键产品，以及严厉打击通过第三国避税的行为。这些政策意在减少美国对中国商品的依赖，遏制所谓的“不公平贸易行为”，并通过供应链回流美国重塑贸易格局。

产业竞争。在特朗普首个任期内，其未通过系统性产业政策应对中国竞争，但拜登政府的政策体系已经将产业政策嵌入对华策略之中。通过《芯片与科学法案》《通胀削减法案》等，拜登政府强制企业在北美重建供应链，并提供财政支持以推动芯片和绿色产业链回流美国。此外，美国通过与盟友联合，夸大对中国供应链依赖的风险，推行“友岸外包”和“去风险化”策略。特朗普的竞选纲领进一步提出“战略国家制造倡议”，目标是在关键领域全面消除对中国的依赖。后续特朗普的政策可能在削减财政补贴总量的同时，减少对新能源产业的支持，并将资金向农业和化石能源等关键领域倾斜，以迎合共和党的政策取向和选区利益。

出口管制与投融资限制。特朗普在出口和投融资方面的对华限制可能进一步升级，其短期的政治收益显而易见，而拜登政府的政策基础为特朗普可能的行动提供了模板，涉及科技出口、投资限制的具体框架和实施路径。拜登政府持续的科技出口限制和投融资政策已经显著削弱了美资企业在华利益，并通过两党一致的对华强硬立场减少了政商界的阻力。与关税措施相比，出口管制和投资限制对美国消费者的生活影响更为间接，其经济影响传导周期较长，从而使得政策的政治成本较低。这种背景下，特朗普可能强化对技术出口的现有限制，并扩大范围至生物医药和农业科技等领域。在投融资方面，其或将通过政策杠杆，例如政府合同与减税措施，迫使更多美资企业将产业链撤出中国，同时扩大对中国企业在美投资的限制。

（3）特朗普对华贸易政策影响评估

根据关税数据的计算结果表明，在美国对来自中国的商品施加 60%的关税，同时对其他国家的商品施加 10%的关税的情形下，则根据进口价值加权计算，美国的平均关税将从 2023 年的 2.3%迅速跃升至未来的 17%，并达到自美国大萧条以来的最高关税水平。就其政策影响而言，从经济学的基础理论出发，加征关税实质上是通过提升商品价格来间接增加税收，并最终更高的成本转嫁至消费者，尤其是对于用于消费商品的收入比例较大、承受更大的负担收入较低的人群。作为关税增加的引致结果，原料进口厂商将面临更高的采购成本，从而使得其国际产品市场的竞争力有所下降，进而对美国制造业发展产生不利影响。而就税收的支付主体而言，表面上加征的关税由国内的进口商支付，然而在产品随着供应链流转过程中，无论是进口商、批发商还是分销商，都没有动机承担相应税负，而是倾向于将额外的成本转嫁给下一环，并最终由消费者承担相应成本。此外，商业生产的原材料在美国进口品中占据相当大的比重，在这一背景下，原材料价格的上升将提高企业的生产成本，降低企业产出，并作用于企业经营表现与利润水平。

为进一步量化相关政策的经济效应，本节基于多地区、多部门可计算一般均衡模型（CGE）进行数值模拟，其主要假设包括：完全竞争市场、规模报酬不变、劳动力在国内自由流动、土地在部门间不流动等。本节具体使用 GTAP 第 10 版数据，设定多种情形，模拟出特朗普重新执政后实施的贸易政策对经济总量、贸易额、社会福利等方面的影响。具体地，设定如下四种情景，各情景下美国从中国进口主要产品的关税水平如下表所示。

表 4 各种情景的具体内容

情景	内容
情景 1	取消中国的最惠国待遇
情景 2	对全球加征 10%全面关税
情景 3	取消中国的最惠国待遇，且对全球加征 10%全面关税
情景 4	美国对中国征收 60%全面关税，对其他国家加征 10%全面关税

表 5 各情况下美国对中国进口关税水平（单位：%）

行业	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
谷物和作物	12.8	14.08	22.8	60
畜牧业和肉制品	9.25	11.63	19.25	60
自然资源	5.5	10.23	15.5	60
加工食品	12.05	14.75	22.05	60
纺织及制衣业	57.13	18.5	67.13	60
电子设备	19.6	12.39	29.6	60
机械设备	21.46	11.92	31.46	60

模拟结果表明，对中国而言，上述情形所造成的不利影响依次加深。以美国对中国征收 60%全面关税，对其他国家加征 10%全面关税为例，在这一情景下，中国 GDP 规模将出现显著下降，降幅达到-0.58%，出口、进口同样出现显著下降，分别达-14%、-23.21%，贸易余额出现一定程度的上升，贸易条件、收入、社会福利均出现明显下降。与之相对，对美国而言，在进口和出口方面也同样有所下滑（如下表所示）。

表 6 各种情景下中美经济主要变量受到的影响

	GDP	出口	进口	贸易余额	贸易条件	收入	社会福利
中国							
情景 1	-0.05	-5.02	-8.49	498.85	-3.43	-4.67	-123.57
情景 2	-0.12	-2.47	-4.06	221.33	-1.56	-2.11	-57.66
情景 3	-0.14	-7.43	-12.50	721.06	-5.00	-6.79	-182.96
情景 4	-0.58	-14.00	-23.21	1289.90	-9.03	-12.20	-337.50
美国							
情景 1	0.16	-6.27	-6.19	365.82	1.52	1.56	19.28
情景 2	0.38	-2.80	-3.03	231.32	0.68	0.67	22.38
情景 3	0.36	-9.10	-9.21	589.38	2.20	2.25	25.00
情景 4	0.81	-15.56	-16.89	1309.32	3.78	3.76	123.95

从行业层面来看，各行业存在较为明显的差异，其中，就中国而言，对出口的不利影响主要表现在电子设备、机械设备、自然资源行业，积极影响主要表现在谷物和作物、畜牧业和肉制品行业，而对进口的不利影响则主要表现在纺织及制衣业、电子设备、畜牧业和肉制品、机械设备行业，不利影响分别达到-31.71%、-30.82%、-28.94%、-25.86%，对其他行业进口的不利影响也均在 10%以上，电子设备、机械设备行业的贸易顺差将受到明显打击。就美国而言，特朗普加征关税使上述全部行业的出口均有所减少，其中主要表现在纺织及制衣业（-39.96%）、机械设备（-22.81%）、电子设备（-19.73%）行业。进口方面除自然资源行业（2.83%）外，其他行业同样受到显著不利影响，且同样主要表现在上述三个行业中，分别达-30.26%、-31.66%、-15.19%，但由于进口所受不利影响更为明显，上述三个行业的贸易顺差有所上升（如下表所示）。

表 7 情景 4 下中美各行业受到的影响

行业	出口	进口	贸易余额
中国			

谷物和作物	14.75	-19.75	154.76
畜牧业和肉制品	34.28	-28.94	84.04
自然资源	-8.96	-13.63	551.36
加工食品	-2.20	-19.51	70.93
纺织及制衣业	1.09	-31.71	127.19
电子设备	-24.85	-30.82	-314.85
机械设备	-19.80	-25.86	-542.63
美国			
谷物和作物	-6.80	-0.34	-47.25
畜牧业和肉制品	-10.61	-1.31	-24.65
自然资源	-8.89	2.83	-128.09
加工食品	-5.74	-2.22	-14.83
纺织及制衣业	-39.96	-30.26	294.39
电子设备	-19.73	-15.19	129.71
机械设备	-22.81	-31.66	1499.17

在引入美国加征关税下的中国反制措施后，以中美双方各自对对方商品加征 60% 的关税为例，此时中国 GDP 下降 0.43%，社会福利下降约 317.69 亿美元，小于美国单方面征税的结果。在贸易方面，中国进口出现较大幅度下降，从而贸易顺差有所增加（如下表所示）。

表 8 中方反制时中美经济主要变量受到的影响

	GDP	出口	进口	贸易余额	贸易条件	收入	社会福利
中国							
情景 1	-0.02	-6.14	-10.52	636.33	-3.21	-4.39	-119.06
情景 2	-0.09	-2.96	-5.08	308.82	-1.46	-1.99	-54.75
情景 3	-0.12	-9.34	-16.03	973.68	-4.63	-6.32	-174.44
情景 4	-0.43	-18.21	-31.38	1926.01	-8.21	-11.14	-317.69
美国							
情景 1	0.06	-7.81	-8.37	629.40	0.53	0.62	17.19
情景 2	0.03	-3.63	-4.07	339.30	0.20	0.25	14.43
情景 3	0.07	-11.80	-12.92	1024.33	0.51	0.65	20.80
情景 4	0.14	-21.90	-25.25	2230.23	-0.04	0.22	15.49

进一步从行业层面来看，此时中国在进出口方面受到的不利影响有所上升，但在谷物和作物、畜牧业和肉制品行业的出口仍将出现增长。机械设备行业出口下降 24%，进口下降 34.7%，顺差减少 368 亿美元。电子设备行业出口下降 30.4%，进口下降 53.87%，贸易顺差将上升 10.72 亿美元；美国全部行业的进口和出口都有所减少，贸易余额也有较大幅度下降（如下表所示）。

表 9 中方反制时情景 4 下中美各行业受到的影响

分行业	出口	进口	贸易余额
中国			
谷物和作物	6.14	-50.74	355.06
畜牧业和肉制品	24.89	-46.93	106.23
自然资源	-11.24	-13.80	556.57
加工食品	-6.64	-27.37	85.82
纺织及制衣业	-2.06	-38.34	56.68
电子设备	-30.40	-53.87	10.72
机械设备	-24.23	-34.70	-368.41
美国			

谷物和作物	-42.83	-13.16	-256.87
畜牧业和肉制品	-17.43	-14.66	-20.78
自然资源	-36.64	-3.71	-90.56
加工食品	-7.37	-9.08	34.69
纺织及制衣业	-39.90	-39.19	406.73
电子设备	-33.00	-24.83	183.14
机械设备	-33.84	-40.17	1494.14

总体而言，贸易摩擦会使中美两国的福利都产生损失，随着贸易摩擦升级，双方的福利损失都会增大，而相比于美国单方面征税的情形，中方根据形势，适当地进行反制可以降低福利损失。

值得注意的是，从政策执行的角度来看，特朗普兑现其对华贸易政策存在不确定性，主要表现在执行时间、执行节奏与执行力度等方面，美国共和党在这次大选中控制参众两院，使得特朗普有可能将更多精力放在解决国内问题上。鉴于中国在美国商品进口和贸易逆差中占比已大幅下降，继续对中国在贸易问题上施压所带来的政治收益相对有限，而高通胀引发民众不满是这次民主党大选失利的主要原因，抗通胀仍将是特朗普新任期的当务之急。无论是对中国加征 60% 的高关税还是对全球普遍加征 10% 的关税，都会增加通胀率，这会使美方心存顾忌。

更为深远地，贸易保护主义不仅直接影响出口，还将间接引发供应链重组。在中美贸易摩擦期间，其他国家，如墨西哥和越南，已经逐渐占据美国的进口份额，从而对全球产业链供应链的运行调整与适应提出了更高要求。这一趋势表明，后续特朗普政府如若再次实施高关税政策，以上述国家为代表的其他新兴市场国家可能继续从中受益，而我国将面临更大的贸易竞争和市场份额流失的风险。整体来看，特朗普当选引致的潜在贸易保护主义政策将对我国的产业造成多方面的冲击。未来的出口结构将面临严峻挑战，部分依赖美国市场的行业需要快速适应新的贸易环境。

2、总需求超预期失速风险

当前国内有效需求严重不足，在外需强劲的对冲下暂时避免了总需求崩溃。2025 年外需可能出现超预期回落，而内需如果没有出现明显改观，则总需求将面临极大的失速风险，对实现经济增长目标构成阻碍。一是消费需求不足问题尚未得到根本改善。从长期来看，中国居民消费水平仍有较大提升空间，居民消费占 GDP 比重低于中等收入国家平均水平近 11 个百分点，但短期来看，在悲观预期和人生忧虑未扭转之前，消费提振的难度较大。今年第三季度，居民人均可支配收入同比增长 5%，较第二季度增速提升 0.5 个百分点，但人均消费支出同比仅增长 3.5%，较二季度增速回落 1.5 个百分点，反映出居民消费倾向明显下降。二是中国投资增长的内生动力尚未充分激发。中国固定资产投资增速特别是民间投资增速依然偏低，反映出中国投资增长的内生动力尚未充分激

发。企业产能利用率下滑、CPI 涨幅回落、PPI 跌幅扩大，既是有效需求不足的表现，也反过来制约投资扩张动力，加剧总需求不足，形成恶性循环。

在总需求失速的情况下，产能利用率将进一步深度下滑，并引发企业绩效再度恶化。近年来，由于总需求偏弱以及供需结构错配，中国产能利用率持续下降。工业产能利用率从 2017-2019 年的 76.7% 以及 2021 年的 77.5%，持续下降至 2022 年的 75.6%、2023 年的 75.1% 以及 2024 年前三季度的 74.6%。这表明工业产能闲置问题愈发突出，部分行业存在低水平重复建设现象。从微观角度看，这将严重冲击企业绩效。8、9 月份，规模以上工业企业利润总额同比下降 17.8%、27.1%，1-9 月份累计同比下降 3.5%，自年初由负转正以来，再度由正转负。从宏观角度看，不利于经济高质量发展。近年来中国经济新产业新模式新动能蓬勃发展，但整体而言，由于产能利用不足，全要素生产率（TFP）增速下降趋势不仅未得到明显扭转，反而进一步加剧。据测算，中国 TFP 增速平均值在 2000-2007 年达到 4% 高位，2008-2013 年大幅回落至 1.5%，2014-2019 年小幅回升至 1.7%，2020-2023 年再度回落至 0.2%。

3、房地产市场持续下行风险

2025 年房地产市场下行风险仍存。房地产市场持续三年多深度调整是造成当前投资、消费、金融信贷、地方财政以及经济增长等一系列经济指标恶化的震源之一。前三季度，房地产开发投资同比下降 10.1%，拖累全国固定资产投资增长 3.3 个百分点（由增长 7.7% 变为增长 3.4%），拖累民间投资增长 6.6 个百分点（由增长 6.4% 变为下降 0.2%）；房地产业增加值同比下降 4%，直接拖累经济增长 0.22 个百分点，间接拖累经济增长可能达到 1 个百分点。全国以及地方层面出台了一系列稳定房地产市场的举措，但是到目前为止尚未出现明显回稳的趋势。从先行指标看，1-10 月份，房屋新开工面积同比下降 22.6%，房地产开发资金来源同比下降 19.2%，跌幅较大；其中，10 月份，房屋新开工面积同比下降 26.6%，跌幅较 1-9 月份扩大了 4.4 个百分点，房地产开发投资同比下降 12.3%，跌幅较 1-9 月份扩大了 2.2 个百分点。10 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比下降 6.2%，环比下降 0.5%，二手住宅价格同比下降 8.9%，环比下降 0.5%，说明房价水平仍处于下行探底过程。10 月份，房地产开发景气指数为 92.5，也仍处于较低水平。综合最新趋势来看，2025 年房地产市场仍有可能延续下行调整过程，对各方面冲击仍需加以控制和有效对冲。

从长期视角来看，本轮房地产周期与以往具有本质的不同。也因此，尽管今年以来房地产政策调整有望支撑销售企稳，但由于深层次问题没有解决，房地产投资依然存在进一步调整的可能，短期内对投资和消费产生负向溢出效应。

1) 与以往房地产市场周期性变化不同的是，本轮房地产市场是各类基础性结构参数（人均住房存量、适婚人群数量、城镇化进程、居民债务率等）同时发生

拐点性变化带来的产物。因此，本轮房地产政策的放松难以对冲房地产市场的结构性大调整。² 2) 房地产开发企业在基础环境变异的冲击下，经营模式发生巨大的调整，过去十多年风行的“高债务-高杠杆-高流转”模式不可持续，大部分房地产企业都在进行经营模式的转变，特别是大部分头部房地产企业在去金融化中面临阶段性危机调整，短期难以回归到常态化经营之中。³ 3) 房地产“价格-预期”反馈机制在调整期依然存在，价格下滑引起需求预期恶化，进一步引发价格的下滑，这种强化机制已经被触发，特别是在家庭部门资产负债表尚未充分修复阶段，需求和预期本就十分低落。不过，考虑到目前系列指标已经经历了不同层次的严重的收缩，未来仍有望进入一个逐渐的从部分指标筑底到最后全面筑底的过程。

4、股票市场剧烈波动风险

自9月24日，央行、证监会、金融监管局率先推出增量货币金融政策，特别是9月26日中央政治局会议释放积极信号“有效落实存量政策，加力推出增量政策”，以及10月以来发改委、财政部、住建部等部门推出一系列增量政策，我国股票市场迎来了一波强势反弹。一个月内（如截至10月21日），上证指数收于3268点，反弹幅度超过20%，相比年初上涨9.8%；深证成指收于10471点，反弹幅度超过30%，相比年初上涨9.9%；创业板指收于2210点，反弹幅度超过40%，相比年初上涨16.9%；科创50、北证50指数反弹幅度更大，分别超过50%、100%，相比年初上涨17.4%、15.9%。本轮股市回暖有助于稳定信心、改善预期、修复家庭和企业资产负债表。

但值得注意的是，本轮“牛市”的性质仍属于“政策牛”，进而带动“资金牛”，但尚未涉及“基本面牛”。正因如此，在经历了最初的一轮上涨后，近期以来，股票市场波动性加大。目前（截至11月25日），上证指数收于3264点，深证成

² 站在行业发展长周期上看，房地产行业步入周期性拐点阶段，结构性失衡与风险积累问题突出。首先，受人口结构变化与城镇化发展放缓等因素影响，房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段。一方面，人口老龄化少子化趋势加速，主力置业人群占比下降，叠加城镇人口增速明显放缓，结婚人数持续下降，购房需求接近见顶，带动房地产行业潜在增速下行。2022年，65岁及以上人口占全国人口比例达到14.9%，同时出生率持续下行至6.77‰，总和生育率降至1.2，低于全球大部分国家；2022年，中国结婚登记量仅为683.3万对，连续9年下降，仅为2013年结婚人数峰值1346.9万对的50.7%，创1980年以来的最低值；20-49岁人口作为主力置业人群，规模及占总人口比例自2013年以来开始波动下行，2020年占比不足50%；城镇人口数量增速自2016年开始下滑，2022年增速大幅下降至0.71%。主力置业人群和城镇人口减少会导致房地产长期需求萎缩，难以继续支撑房市扩容和房价上涨。另一方面，城镇化进程放缓下增长空间收窄，住房拥有率大幅提高但结构性分化推动房地产行业进入存量结构调整期。2016年以来我国城镇化率增速出现小幅下降，2022年常住人口城镇化率达到65.2%，城镇化发展空间在逐步收缩。与此同时，根据中国人民银行发布的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民家庭住房拥有率达到96%，其中10.5%的家庭拥有三套及以上住房，31%的家庭拥有两套及以上住房，有一套住房的家庭仅拥有住宅总量的40%，这进一步表明房地产行业进入存量调整时期。

³ 房地产行业作为重资产、高杠杆行业，在长期以来的发展过程中累积了大量债务。随着房地产债务风险加速释放及蔓延，“高负债、高杠杆”资产布局不佳的房企信用风险呈现较为集中的爆发态势。在供需双双走弱、融资收缩的背景下，预计房地产行业信用分化或将进一步加剧，若后续房企现金流仍未获实质性改善，或持续面临债务连环违约风险，风险蔓延或引发金融系统风险共振。

指收于 10420 点，创业板指收于 2175 点，均呈现震荡调整态势。未来一段时期，股市的节奏至关重要，如果以稳为主、稳中有升，等来经济基本面修复、上市公司绩效改善，中国股市将具有一定的抗跌能力。如果股市大涨后，中国经济基本面没有如期修复、上市公司绩效恶化，2025 年中国股市大幅波动甚至剧烈下行调整的风险将显著加大，届时市场信心和预期将面临更大的冲击。

5、青年群体失业率再度攀升风险

2025 年就业总量压力减缓，但结构性压力将进一步加大。今年 1-10 月份，我国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点，连续 6 个季度在 5.3% 以下；10 月份失业率为 5.0%，与上年同期持平，连续 20 个月在 5.3% 以下。其中，30-59 岁劳动力(不含在校生)失业率稳定在较低水平，10 月份为 3.8%，较去年 12 月下降 0.1 个百分点；25-29 岁劳动力(不含在校生)失业率稳中有升，10 月份为 6.8%，较去年 12 月上升 0.7 个百分点；16-24 岁劳动力(不含在校生)失业率剧烈波动，8 月份为 18.8%，创下年内高点，较 6 月份高 5.6 个百分点，较去年 12 月上升 3.9 个百分点，近两个月逐步回落，10 月份为 17.1%，较去年 12 月上升 2.2 个百分点。从中可以看出，尽管就业总量压力已经大幅减轻，但就业结构性压力加大。据媒体报道，2022-24 届大学生遭遇就业市场“歧视”，无疑加大了青年群体的就业压力；某些企业搞 35 岁年龄歧视，无疑进一步加剧了青年人的焦虑。同时，2025 年劳动力市场面临两个值得关注的新情况：一是 2025 届高校毕业生规模预计将达到 1222 万人，同比增加 43 万人，创历史新高；二是自 2025 年 1 月 1 日起，国务院关于渐进式延迟法定退休年龄的办法将正式施行。以上这几个新情况都可能在短期内对青年群体就业造成新的冲击。考虑到分年龄组城镇调查失业率指标刚于 2023 年 12 月份最新调整发布，若新指标再度突破 20%，则对于社会信心的冲击不容忽视。

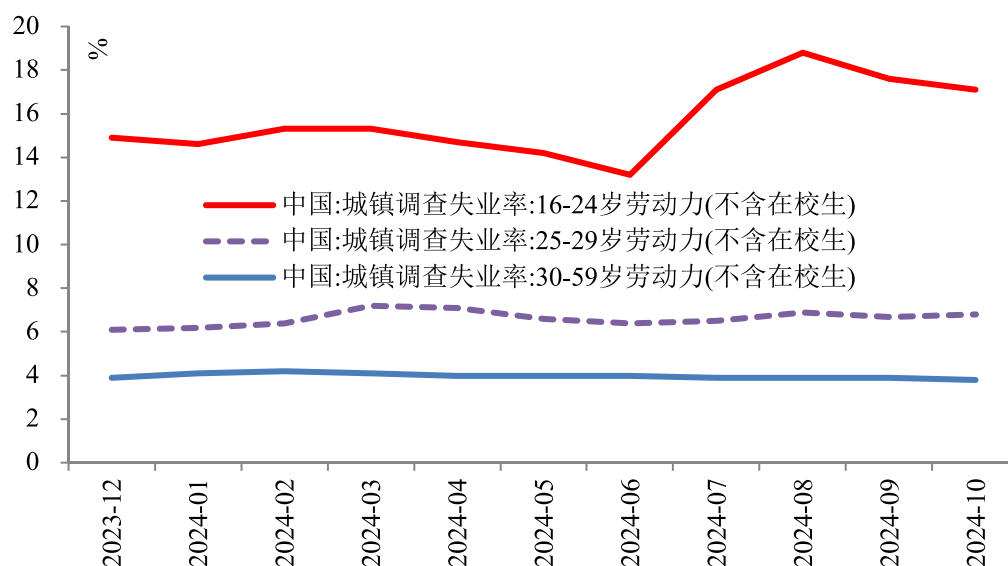


图 42 中国分年龄组失业率走势

6、债务处置引发局部经济收缩风险

自 2023 年以来，伴随“一揽子化债”措施的有序实施，市场情绪边际改善，地方债务流动性风险亦阶段性缓释。但与此同时，化债推进的过程中也出现了一定程度的“处置风险的风险”，部分区域风险“越化越高”，化债带来的增长收缩效应逐步显现，借新还旧依赖下地方债务付息压力凸显，城投转型加速推进中面临一定风险，易影响化债与发展的长期可持续。尽管本轮政策调整推出了 12 万亿化债方案，有助于减轻地方化债压力，促进经济良性循环，但在近几年化债过程中不断显现的经济收缩风险依然值得关注和防范。

（一）化债收缩效应逐步显现，重点区域增长压力抬升。伴随“一揽子化债”持续推进，地方广义债务增速下滑，债务风险出现阶段性缓释，但化债推进的过程中也出现了一定增长收缩效应，在“35 号文”、“47 号文”等政策约束下，地方新增融资受限、投资审批趋严，基建投资资金压力较大，尤其是重点区域面临较大投资压力。例如，今年上半年，全国基建投资增速较去年同期下滑 1.8 个百分点，内蒙古、甘肃、宁夏等重点化债省份下滑幅度相对更大，多数省份面临化债与发展的矛盾，且压力难以短时缓解。一是宏观层面需求不足、信心偏弱的背景下，各部门资产负债表修复面临压力，包括地方政府在内的全社会投资意愿不强；二是新旧动能转换下的地方财力面临一定重构压力，将掣肘地方投资支出；三是基建投资效率下滑与民间资本“不敢投”、“不愿投”亦进一步限制地方投资的有效增长；四是存量债务风险及付息压力仍较高也将继续制约地方投融资，推升地方谨慎动机及资金压力。多重制约下地方化债与增长平衡难度加大，将在一定程度上影响化债最终效果及区域发展的长期可持续。

（二）效率下滑借新还旧依赖加深，债务付息压力凸显。在当前以时间换空间、低息换高息的化债思路下，债务成本整体下滑，但地方债务借新还旧依赖持续加深，债务付息压力也进一步凸显。从地方政府债券来看，近年来，伴随基建投资效率边际下滑、传统基建项目趋于饱和，专项债越来越多用于没有多少收益的一般项目，收益整体偏低叠加财政承压的背景下，地方政府债券愈加依赖再融资债实现债务滚动，2023 年地方政府债券借新还旧比例达 89.82%、为 2018 年来最高水平；同时，“一揽子化债”推进下用于偿还存量债务的特殊再融资债大规模发行，将进一步增加未来付息压力。从城投债券来看，受债务监管趋严及“35 号文”等影响，城投债券借新还旧比例高位抬升，2024 年上半年新发行城投债借新还旧比例达到 92.58%，同比抬升 8.46 个百分点，有 12 省借新还旧比例达 100%、同比增加 7 个省份，其中 10 省为重点省份。整体而言，借新还旧比例大幅抬升将进一步加大财政付息压力，同时也将在一定程度推升未来偿付压力。2023 年，地方政府债券付息支出占广义财政收入的比重已从疫情前的 3.6% 上升至 6.7%，城投债务付息支出占广义财政收入的比重已超 15%；根

据中诚信国际研究院测算，2024 年，包括地方政府债券、城投有息债务等在内的地方政府债务还本付息规模或超 10 万亿，广西、天津、云南等地付息支出占广义财政收入比重较高，压力不容忽视。

（三）城投企业加速“退平台”，关注表面转型、激进转型等潜在风险。“一揽子化债”下各地加快推进城投平台数量压降与转型整合，有利于丰富经营模式、优化资产结构、提高信用评级、拓宽融资渠道，但若转型不当，反而可能加大风险。一是可能存在表面转型、虚假转型问题。目前全国层面对于城投企业的“市场化”、“退平台”没有统一标准，通常由各地政府自行宣布辖内某家企业完成了市场化转型、不再承担政府融资职能，在评判标准不一、缺乏全国性监管部门认可的情况下，难免存在虚报情况。此外，交易所“335”指标要求下或有部分城投企业仅以融资为导向，通过盲目扩充、“虚假做大”等手段调整财务结构，也会造成假性“市场化转型”，忽视长期经营发展。二是存在盲目、激进转型风险。部分城投企业可能受当地“窗口指导”影响，或战略定位不清，盲目涉足行业跨度过大、经营难度过高的业务领域，造成新业务尚未贡献有力的现金流入，外部融资又由于企业城投属性的弱化而面临收紧的不利状况。如近年来部分向房地产转型的城投企业缺乏开发能力，拿地后长期闲置甚至土地期满被收回，造成营运资金被挤占、资金周转压力加大，部分参与存量房收储与运营的城投企业也面临成本收益错配问题。

五、政策建议

2024-2025 年，中国宏观经济深处“流量恢复”与“存量调整”并存态势，面临与以往时期不同的全新机遇和挑战。受宏观政策调整与深化改革两大积极力量的影响，2024 年中国经济总体实现预期增长。尽管当前中国宏观经济恢复还不充分，微观基础和市场预期还比较脆弱，但总体而言，中国经济已经处于复苏进程的中后段。随着本轮宏观政策调整的效果进一步显现和全面深化改革方案具体举措的出台落实，2025 年将合力形成推动经济复苏发展的内生动力，中国经济从恢复性增长向常态化扩张转变。机遇与挑战并存，2025 年需要趁胜追击，把 2023-2024 年经济恢复所积蓄的潜在力量转化为下阶段经济增长的强大动力。

（一）科学设定 2025 年经济社会发展目标

2025 年是我国“十四五”规划的收官之年，作为开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年，收官成果至关重要，需要保持中高速增长。充分考虑中国经济的增长潜力和支撑条件，建议将 2025 年经济增长预期目标设定为国内生产总值增长 5% 左右。这一目标设定不仅能够满足巩固和增强经济回升向好态势需要，更能与到 2035 年基本实现社会主义现代化的中长期目标相衔接。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确提出，到 2035 年，中国经济增长需要实现的目标是“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。实现该目标需要 2035 年人均实际 GDP 水平相较于 2020 年翻一番，即 2020-2035 年均经济增速达到 4.8% 左右。然而，受疫情等因素影响，2020-2023 年中国年均增速为 4.7%，相比长期目标增速偏低。如果 2024 年经济增长最终达到 4.8~5%，2025 年经济增长目标设定为 5% 左右，则不仅可以稳住短期经济形势，更有助于坚定中长期发展信心，为“十五五”创造良好条件。

2025 年，5% 左右的经济增长目标也具备实现的可行性。从供给侧潜在增速来看，运用生产函数法测算生产要素变化趋势，预计 2024-2025 年中国经济潜在增速为 5.3% 左右。当然，考虑到中国经济所处周期相位，短期内推动经济回升向好在内部和外部环境上均面临一些困难和挑战，实现 5% 左右的增长目标并非易事，需要加大宏观调控逆周期调节力度，着力深化改革开放、扩大国内需求、优化经济结构。特别地，2025 年需实施更加积极的财政政策和宽松的货币政策，在通过扩大内需推动经济回暖的同时，逐步摆脱低通胀局面。

综上所述，建议 2025 年我国经济社会发展目标与 2024 年基本一致，但在表述上有所强化，即 2025 年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右；城镇新增就业 1300 万人左右，城镇调查失业率 5.5% 以内；居民消费价格涨幅 2~3%；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量 1.3 万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低 2.5% 左右，生态环境质量持续改善。

其中，相比 2024 年目标的主要调整在就业和物价方面。在就业方面：城镇新增就业目标由“1200 万人以上”改为“1300 万人左右”，主要是考虑到吸纳青年就业和延迟退休短期影响的需要，以提振社会信心；城镇调查失业率目标由“5.5%左右”改为“5.5%以内”，主要是考虑到就业总量压力已经减轻，并转化为结构压力，“5.5%以内”更具有积极信号作用，提振社会信心。在物价方面，居民消费价格涨幅目标由“3%左右”改为“2~3%”，主要是考虑到物价运行的实际情况与“3%左右”差距太大，难以发挥预期引领作用，相对而言，“2~3%”更具有可行性，能够更好发挥预期引领作用。

（二）坚定一个决心、抓住四大机遇，将本轮宏观调控进行到底

2025 年，我国经济社会发展面临的外部风险挑战增多，实现相关目标并不容易，需要坚定一个决心、抓住四大机遇。

坚定一个决心是指，将本轮宏观调控进行到底。2025 年，建议持续加大宏观调控力度，不断推出更多增量政策，直至彻底扭转经济下行趋势和市场悲观预期。在引导中国经济从负循环走向正循环的过程中，政策表态越坚决、力度越超预期，改变市场预期的成本就越低；反之，若半途而废，或者经济刚有复苏苗头，政策就迅速退出，导致经济又陷入二次衰退，则不仅会浪费前期政策投入，还会导致未来市场信心恢复的难度更大甚至不可逆转。在执行层面，CPI 同比涨幅不重回 2~3% 的区间，支持性货币政策的立场就绝不改变；房地产市场不止跌回稳，增量财税金融政策就会不断推出；青年群体和困难群体就业问题不解决，就业优先和社会保障支持力度就会持续加大。

抓住四大机遇是指，利用好 2025 年中国经济发展面临的四大有利因素。一是 9 月底以来的本轮宏观政策调整初步扭转了短期宏观经济持续下行的趋势。宏观经济下行趋势在第四季度的逆转、全年增长预期目标的完成，为 2025 年中国经济发展奠定了有利基础。完成今年 5% 左右的增长目标固然重要，但四季度及明年一二季度各项经济指标走势更为关键。因此，下一步重点工作是确保消费、投资、服务业、房地产等薄弱环节稳步实现“筑底回升”。近期可以推出的政策包括：（1）启动一次中等幅度的降准降息，引导一年和五年期贷款基准利率（LPR）下调 10 个基点至 3.0% 和 3.5%；（2）加大对个人所得税专项附加扣除的力度，对生育、养老、住房贷款利息的扣除力度翻倍；（3）鼓励各地方积极探索假期消费。

二是资产价格重塑效应支撑市场主体资产负债表修复和预期改善。本轮政策调整从扭转股票市场和房地产市场的下行趋势入手，产生了积极的资产价格重塑效应，加快市场主体资产负债表修复，极大地改善了市场预期。截至目前，股票市场不仅实现触底反弹，而且反弹的幅度较大，总体上已经“收复阵地”，所带来的“财富效应”经过不断确认和巩固后，有助于下一阶段居民扩大消费和

企业稳定投资，从而形成经济增长的内生动力。同时，截至目前，房地产市场也正在逐步实现“止跌”，待下一步“回稳”后，中国经济将走出“财富收缩效应”，转向“财富扩张效应”，这将为 2025 年中国经济发展带来更强劲的内生动力。因此，下一步的重点工作是通过支持性的货币政策和鼓励性的财税政策，推动房价止跌回稳、防范股价冲高回落。

三是为积极应对外部冲击做足政策准备。2025 年最大的外部冲击来自特朗普上台后对我国商品出口全面加征关税的新一轮贸易战。然而，不同于特朗普在上一任期对我突然发动“偷袭”，导致我方被动“应战”，2025 年新一轮贸易战，我方不仅清楚其作战意图，而且有足够的时间“先发制人”。考虑到特朗普的全球性关税方案不仅会冲击中国贸易，也对世界其他国家带来贸易冲击，在对抗美国关税冲击上，多数国家与中国具有共同利益和维护全球化的共同诉求。因此，我国可采取如下策略：首先，在国际政治上，以更大的力度“合纵连横”其他全球化力量，尤其是欧洲、全球南方国家，形成在国际贸易主题上的对美战线，制造和力推“没有美国的全球化”议题。其次，在国际贸易上，采取“以进口换出口”策略，扩大同“友好国家”的贸易。以欧盟为例，通过贸易磋商等方式，2025 年额外增加一定额度的对欧盟商品的进口，换取同等额度增加中国商品对欧盟的出口。由此，中国和欧盟各自因美国加征关税所造成的出口缺口均可得到一定程度的弥补，同时中欧之间的贸易规模还会进一步扩大，而美国的贸易规模则进一步萎缩。最后，在战术层面，近期需要维护和扩大“友好国家”名单，以备特朗普关税方案推出时，我国可及时与相关国家进行有效政治沟通和贸易协商。截至目前，中国单方面免签国家已将近 30 个，对相关国家释放了善意，也得到了政府和民间的积极反应。下一步可兼顾政治和贸易两方面诉求，进一步扩容“友好国家”名单。

四是二十届三中全会确立的各项改革举措逐步落地。2024 年 7 月，二十届三中全会公布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，提出了 300 多项重要改革举措。2025 年将是中国进一步全面深化改革方案的实施年，《决定》提出的改革举措有助于解决中国经济短期和长期面临的一些深层次问题，同时让中国经济优势充分发挥出来。随着新一轮改革具体举措的逐步落地，有望引领中国经济在持续复苏的基础上实现更强劲增长。建议在进行政策一致性评估的基础上，2025 年逐季推出一批增长拉动效应强、预期改善作用大、市场主体积极性高的改革举措，与积极的宏观调控政策形成有效配合。

（三）着力扩大内需促进宏观经济筑底回升

1、持续加大宏观调控力度，不断优化宏观政策组合

面对中国经济短期下行压力，特别是内需严重不足问题，建议持续加大宏观调控力度，不断优化宏观政策组合。首先，应坚定不移加大宏观调控力度，

特别是面对未来两个季度外需回落的风险，通过积极的财政政策和支持性货币政策，有效提振内需，避免总需求崩溃。其次，针对宏观体感“温差”，优化宏观政策组合，多出就业拉动效应强、群众直接获得感足的政策，提高宏观政策效率。本轮宏观调控的主要难点在于，各类市场主体积极响应程度低，导致宏观政策传导效率下降。解决体感“温差”、调动各方面积极性、改善市场预期，是本轮宏观调控与以往不同的关键。

2、从居民和企业关切入手，有效提振消费和激发企业投资

针对外需回落、内需不足问题，应从解决从居民和企业痛点着力，有效提振居民消费和激发企业投资。一是通过加大短期消费刺激力度和完善居民消费长效机制，使得居民有能力消费、有时间消费、敢于消费、愿意消费，充分释放居民消费潜力。二是通过优化市场环境，降低准入门槛，强化制度保障，增强民营企业的投资信心，拓展其投资空间，激发其投资积极性，从而有效推动民间投资发展。三是充分发挥消费和投资之间的双向牵引作用，以居民消费拉动经济稳步增长，推动投资结构与消费结构相互适应，形成消费和投资相互促进的良性循环，进而从根本上解决有效需求不足问题。

3、紧盯 2~3%通胀目标，持续实施大力度支持性货币政策

面对有效需求不足，特别是投资和消费低迷，建议利用全球央行同步宽松周期窗口，加强货币政策对经济支持力度。此前，受制于国内外利差，我国央行一直采取“小步微调”的降息操作，事实证明，这在市场脆弱预期下不仅难以起到扭转局势的效果，反而不断蚕食了政策空间、错失了经济复苏的时机。目前，随着欧央行、美联储先后启动降息周期，全球货币政策步入宽松周期，这给我国货币政策宽松创造了新的空间。建议央行紧盯通胀目标，在通胀水平达到 2~3%的区间之前，持续开展大幅度宽松操作。当前形势下，只有持续拿出超出市场预期的宽松力度，才能刺激市场主体产生有效反应，转化为投资和消费行动，并且对房市和股市起到支撑作用。

4、实施更加积极的财政政策，稳定和扩大财政支出

在宽松货币政策的配合下，建议加强财政支出政策，稳定和扩大财政支出。今年以来，由于财政收入和政府性基金收入下滑，地方财力紧张，化债压力加大，政府支出由扩张转向收缩。在经济内生需求严重不足的情况下，财政支出的收缩意味着，财政政策不仅没有起到逆周期调节作用，反而加剧了经济周期。为了扭转这一局面，建议在通过“债务置换”增加地方财政空间的基础上，通过增发特别国债和地方一般债等方式稳定和扩大财政支出；同时，通过规模性增量资金，大幅优化财政支出结构，有效带动消费和投资增长。

5、开展营商环境专项行动，激发消费与投资潜能

在当前背景下，促进消费增长和扩大有效投资需要解决共同难题是宏微

观体感“温差”（本质是信心问题）、权益保护缺位（核心是营商环境问题）。对于居民而言，相比其对就业和收入信心的严重不足，消费意愿已经偏强，进一步激发消费潜能只能依靠增加收入、优化供给和减少限制性措施。如从人流量来看，今年初以来，客运量加速恢复，5月份已经恢复到2019年同期水平的100.1%。人流活跃为激发消费和投资潜能提供了有利的基础，但也提出了更高的要求，需要各地优化营商环境、提供优质服务、减少限制性措施。然而今年以来，各地由于税收收入减少，非税收入大幅增长，产生不少极端案例，营商环境受到破坏，必须坚决予以制止。建议在全国层面开展一次优化营商环境专项行动，解决地方侵害消费者和投资者权益的不正之风，增强消费者和投资者发展信心，有效激发消费与投资潜能。

（四）探索中国宏观调控政策工具的新型组合模式

第一，尽快实施针对那些具有传统产业转型升级、新兴产业培育壮大、未来产业前瞻布局优势机会和空间的超大规模城市、省会城市、地级城市以县区域城市的政府债务置换计划。核心在于将地方政府的高利率负担水平的地方债务置换和转化为低利率负担水平的地方债务，从而降低地方政府的债务利息支付成本在地方财政收入中的比重，释放地方政府用于促进地方经济社会产业发展的真实可用实际财力，极大地促进地方政府在落实中央各种一揽子增量政策举措的金融政策、产业政策等配合能力和落地实力提升。尤其是在考虑到中国各级政府具备在2024年末乃至2025年主动积极应对自身经济可能遭遇到更大强度、更大范围的由外向内传播的突发事件负面冲击，所需要的前瞻性、提前量式的大规模刺激政策布局，建议尽快大范围地实施地方政府的债务置换计划，提早释放、激活、换取地方政府配合中央政府实施大规模刺激政策的能力和空间。

第二，加快探索以货币政策、财政政策为基础工具，产业政策、金融政策以及其他一揽子非经济政策为主要工具的中国宏观经济调控政策新型组合体系。中国货币政策和财政政策作为基础性工具的定位是，持续择机快速推进多轮以降低基准利率和市场利率为主的积极货币政策，持续推进以激励企业产业大规模研发投入和先进生产设备更新替换投资为主导的积极财政政策。与此同时，激活激发产业政策、金融政策以及其他一揽子非经济政策等主要工具的着力点在于：一方面，抓紧探寻货币政策、金融政策和产业政策的密切结合点。主动利用中国金融市场当前市场利率持续降低机会，通过激励各级政府主动运用利息补贴政策，引导和强化金融机构对地区企业产业巨额研发投入和先进生产设备投资所产生的贷款融资需求的全面支撑；另一方面，探索货币政策与非经济政策、产业政策的密切结合点。积极利用当前中国金融市场融资利率持续下降的契机，鼓励地方政府依靠主动推动使用相对低利率负担水平的政府债务，对

既有高利率负担水平政府债务的置换和替换，全面降低地方政府债务的巨额利率负担，进而通过释放和提升地方政府的真实有效财力，增强地方政府运用各类财政补贴主导工具定向针对地区传统产业转型升级、新兴产业培育壮大、特色优势产业布局建设为导向的产业政策能力和空间。

第三，加快推进以各类政府产业引导基金为导向的、体现金融政策和产业政策深度融合的新型产业政策。将引导各地方政府各机构部门分散化的各类政府补贴资金加以汇集和集中，明确鼓励各级政府和各类市场化的种子基金、天使基金、风险基金、公募私募基金、金融投资公司等金融企业，按照各自出资股份份额比例原则成立针对培育和壮大各类特定产业的企业化经营性质政府产业引导基金，将之作为替代各级政府以财政补贴和税收返还为主的既有产业政策工具，积极发挥政府产业引导基金的“耐心资本”和追求长期收益最大化原则的示范作用，充分激发金融政策和产业政策深度融合的新型产业政策。在我们看来，相应的改革突破口和具体建议是：一方面，明确在设计和实施中国各级政府各种类型政府产业引导基金运行机制中，彻底扭转和取消对国有资本主投或参投项目以短期回报最大化和国有资本保值增值导向的不合理不科学考核要求。在遵循资本市场追求中长期投资收益最大化的客观规律前提下，营造针对国有资本通过各类政府产业引导基金主投或参投的企业产业项目短期投资亏损和失败风险的容忍度和宽容度，主动推进以政府国有资本的中长期总体投资回报收益盈亏为基准的新型考核机制的重大调整；另一方面，制定各级政府各类产业引导基金运行体制之中国有资本的多样化多渠道退出机制，着重构建各类政府产业引导基金运行体制中的“政府以及本地产业政策针对重点企业项目进行股权投资→企业上市或政府所持股权转让→政府收回股权投资国有资本金以及适当收益”的良性循环机制加速形成。鼓励通过产业引导基金所参与企业的国有资本，通过企业最终上市途径实现国有资本股份股权市场交易收回渠道；针对那些非上市企业，鼓励产业引导基金所参与企业的国有资本通过股份出让或股权赎回渠道；鼓励各级政府产业引导基金和主板市场、创业板市场、中小板市场等多层次股票市场实现深度相互结合，进而加快构成完整的资金链闭环。

第四，尽快推动中国宏观经济调控政策关键立足点和内在运行逻辑的全面转型，全面消除破除当前将消费和投资两个领域割裂化孤立化片面化的狭隘认知思维，将打造和促进“持续扩大和升级换代的内需市场规模→中高端投资扩张”良性循环机制的形成，设定为从中央到地方的各级政府今后一段时期内经济调控政策的基础性立足点和核心改革方向。为此，我们建议，一方面，尽快从顶层设计层面将打造当前国内“持续扩大和升级换代的内需市场规模→中高端投资扩张”良性循环机制的形成，设定为中央宏观经济调控政策和经济高质量改革和发展政策的基准和原则。尤其要将中央政府层面的“促投资”、“稳投资”政策，

与促进中高收入就业岗位创造和释放功能紧密结合起来，将之作为今后一段时期内中央“促投资”、“稳投资”政策的基本原则；另一方面，尽快纠正和扭转中国各级地方政府将刺激消费和鼓励投资两大政策问题割裂化孤立化片面化的各项政策举措，尤其要鼓励地方政府层面探索和创新将“促投资”、“稳投资”政策，与促进中高收入就业岗位创造和释放功紧密结合起来新型政策举措。

（五）以激发各类市场主体活力为重点突破口精准施策

第一，超越“地方政府债务拖累中国经济增长”的狭隘思维判断，摆脱短期内采取强硬手段控制和处理地方政府债务风险的冒进做法，尽快全面激活和释放地方政府培育和促进新产业、新动能、新模式的财政能力和产业政策空间。为此，我们的具体建议是：（1）加快推进针对那些仍然具有促进培育和壮大高科技产业、战略性新兴产业、未来产业优势空间的地方政府显性和隐性债务置换计划，通过实施促进这些地区的高利息负担水平政府债务向低利息负担水平政府债务的大规模置换行动，降低这些地区的政府债务巨额利息支付压力，尽快释放地区运用于促进地方产业发展的定向财政资金活力和能力；（2）鼓励各地区政府探索引导和扶持本地产业企业高质量发展的、因地制宜、因势利导的新型产业政策工具。尤其在当前多数地区迫切需要依靠既有的财政补贴和税收返还为主要形式的产业政策工具，应对地区经济下行压力的前提下，不要操之过急地采取全面禁止或“一刀切”否定地方政府的各类财政补贴和税收返还政策行为，相反，在当前中国经济处于新旧动能、新旧产业、新旧模式转换的关键时期，要适当激活激发地方政府引导和扶持新动能、新产业、新模式培育和壮大的财政能力和产业政策工具运用空间。

第二，全面将“中高收入就业岗位创造型”和“工资收入增进型”导向的投资刺激政策举措，设定为从中央到地方政府当前一揽子增量政策的核心举措。为此，我们的相应政策建议是：（1）建议即便在部分地方政府面临财政收支严重压力的情形下，不提倡采取针对地方政府公务员和事业编制人员工资水平大幅度降低的应对策略，允许部分地方政府利用专项债来筹集短期地方公务员和事业编制人员工资正常发放的财政资金缺口，尽量控制和消除由于部分地方政府公务员和事业编制人员工资水平大幅度下降甚至无法正常按时发放，对全社会消费信心和预期的重大负面冲击效应；（2）全面加大针对以促进全社会研发投入和先进生产设备投资为导向的投资刺激政策范围和力度。一方面，建议全方位深度推进鼓励大规模设备更新的投资刺激政策，可以考虑尽快进一步推出针对全领域先进生产设备和科研设备的、更大力度的税收抵扣和财政补贴刺激计划；另一方面，将强化全社会的基础研究、应用基础研究以及企业部门的研发投入、工程化研究和商业化产业化研究投入，建议当前可以提高中央政府财政赤字率一个百分点，将之所释放的财政资金，主要定向运用到对以上两个重点

领域的大范围财政支持；（3）尽快启动实施以“中高收入就业岗位创造型”和“工资收入增进型”为导向的中国本土高科技企业培育计划。具体目标是：尽快培育和打造 20 家创造 10 万个年收入 60 万元以上研发就业岗位（再造 20 家“华为”计划）、50 家创造 2 万个年收入 40 万元以上研发就业岗位、100 家创造 1 万个年收入 30 万元以上研发就业岗位、100 家创造 30 万个年收入 20 万元以上高技术就业岗位、200 家创造 10 万个年收入 15 万元以上高技术就业岗位、500 家创造 2 万个年收入 10 万元以上高技术就业岗位为导向的中国高科技本土企业。

第三，尽快研究出台专门针对超大规模城市、省会城市、重点城市以及东部沿海发达地区的区县级城市的投资激活导向的一揽子政策举措，充分释放这些重点城市和地区对当前中国经济中高增速水平的核心支撑作用。为此，我们的相应政策建议是：确立在关键时期内维持中国经济中高速增长水平目标的重要性，要远远高于地方政府债务累积风险处理的任务目标，深刻理解只有在持续中国经济中高增速水平增长进程中，方可逐步探究有效处理地方政府债务风险的“先立后破”原则。适度调整和转向容忍这些重点城市的地方政府债务增量规模以及可能的所谓债务风险的态度。尽快激活和释放这些重点城市的地方政府运用各类产业政策，刺激地区新旧动能转换、新旧产业替换、新旧模式转变的财力和能力。具体的实施领域是：一方面；目前不宜针对这些重点城市地区的政府，强制实施政府债务“去风险”政策举措，优先针对这些地方政府债务实施大规模置换计划，通过降低地方政府巨额高成本政府债务利息负担水平，释放地方政府可运用于刺激地区产业和经济的财政能力空间，适当解除套在这些重点城市政府头上的不合时宜的“紧箍咒”；另一方面，尽快放开和鼓励这些重点城市利用发行政府专项债，来筹集设立地方政府产业引导基金的政府资本金来源，填补各类产业引导和补贴资金的政府财政资金缺口，强化针对地区内各类主体的基础研究、研发投入、工程化研究投入、产业化商业化研究投入、技术改造升级等领域的补贴和扶持力度。

（六）坚持“发展中化债”的核心逻辑，研发化债“长效药”

地方债务问题是个宏观问题，其解决依赖宏观环境及债务形成机制的转变；化债也不是简单的消灭债务，而是建立与经济发展水平、政府财力相适宜的举债规模与结构。从下阶段思路看，规模发力固然重要，结构和效率更加重要，应当用足用好本轮“及时雨”腾挪出的发展空间和时间，坚持在发展中化债。一方面优化债务结构、提升债务效率，利用好可提升的债务空间，让中央发挥更加重要的作用，并强化债务限额和投向监管，增强债务管理的规范性与有效性。另一方面优化财政支出结构，逐步从投资为主转向消费与投资并重，保障重大项目建设的同时着重解决民生短板问题，推动实现以人为本的新型城镇化以及经济高质量发展。此外，需注意的是，房地产仍然是当前内需不足的重要影响

因素之一，是现阶段微观主体行为变异的核心或者交叉点，减缓短期内的阵痛、防止预期低迷长期化是非常必要的，应加大财政配合稳地产力度，推动房地产尽快止跌回稳。

中长期看，当前面临的不仅是周期性问题，还与我国经济发展方式转变、结构转型密切相关，不仅需要“及时雨”，还应有“长效药”，尤其是从 2014 年以来四轮化债的经验教训来看，很多方面的理顺和解决，都需坚定不移地推进结构性改革。目前改革的核心在于激励体系重构，在有纪律约束的底线下激发地方活力，带动行为模式改变，应进一步理顺央地关系，适当加强中央事权，有层次地上移教育、社保、医疗等具有全局性、外溢性领域的事权，既减轻地方支出压力，又能以更低成本补足短板领域的公共服务供给，减少微观主体的后顾之忧；同时，加强地方税建设，增厚地方自主财力，充分调动地方积极性，为经济增长和高质量发展提供必要支撑。此外，应当进一步处理好政府与市场的关系，合理放权市场，让市场机制在经济建设、风险定价、资源配置中发挥应有作用，做好有为政府和有效市场的平衡，推动地方政府职能重构，由生产型政府逐步向服务型政府转变。

1、利用举债空间，加大“央进”力度提升赤字是加强调控应时之举。我国政府部门杠杆率显著低于主要经济体和新兴市场国家，特别是中央政府杠杆率仅 26.2%，远低于地方政府杠杆率，在全球主要经济体中更是显著偏低；若再考虑庞大的国有资产资源规模，以及负债形成的大量有效资产，债务风险整体可控，我国政府部门仍有较大的举债空间。同时，我国长期以来对于赤字率的安排较为谨慎，近年来仅 2020 年、2023 年大幅超过 3%，今年赤字率按 3% 安排，虽有 1 万亿特别国债的加持，但广义赤字率仍同比下滑 0.3 个百分点至 6.6%。而美、日等全球主要经济体赤字率常年在 3% 以上，但并没有发生债务危机，相比之下我国同样拥有较大的赤字提升空间，3% 的赤字率不应成为逆周期调控的硬性约束，需结合我国经济发展阶段、债务特点，以发展、动态的眼光去看待赤字率，正确认识赤字率提升的积极作用。

在当前内外形势更趋复杂的背景下，财政发力是加强逆周期调控的应有之策，合理提升赤字及政府债务水平对于提振信心和需求有较大必要，从财政工具组合看，可以通过狭义的预算赤字上调，也可以是广义赤字的扩张，对于现阶段实际效果而言，建议优先考虑调升预算赤字，明年预算赤字率可安排在 3.8% 左右。近期增量政策效用逐步显现，但经济面临的核心问题即有效需求不足问题仍待改善。此背景下需要加大逆周期调节力度，而目前不断宽松的货币政策有效性已边际减弱，“宽货币”到“宽信用”的传导相对受限，还需要财政政策更加积极、有力、有效，发挥“加速器”的作用。此背景下保持合理的政府债务规模、提升财政赤字是十分必要的，加之目前房地产行业仍未走出负向循环，土

地出让大幅减收严重拖累地方财力，适度提高赤字率也有助于弥补土地财政弱化带来的财政缺口，保障合理必要支出。调升预算赤字，提升国债规模及占比，加大“央进”力度，助力提振社会信心、扩大有效需求，同时也有利于优化政府债务结构、整体宏观债务成本也会趋于最小化，尤其考虑到目前经济发展与转型涉及到的重大战略及关键领域的项目大多具有较强的外部性，需要中央政府持续发力，也能为地方政府减负，增强地方活力。

2、结构与效率更加重要，决定了财政发力的质量和可持续性。在当前整体资源有限的背景下，支出结构与效率决定了财政支出的质量，与大家期待的财政发力的“量”同样重要，从政府支出的角度来看，效率不仅包括经济效率还应考虑社会效应，需调整优化政府支出结构，从“以投资为主”转向“投资与消费并重”。应落实中央政治局会议“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”的要求，保障重大项目建设、支持新兴产业发展的同时，需要考虑平衡好当下与未来，调整优化支出结构，从以投资为主转向投资与消费并重。着重解决民生领域的医疗、教育等短板问题，并重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶力度，解决居民后顾之忧；同时，发放现金或数字货币仍是在短期内扩大居民收入、增加消费者利益最有效的方法。另外，房地产仍是当前内需不足的最大掣肘，是现阶段微观主体行为变异的核心或者交叉点，后续应加强各方政策的协调与配合，财税政策也可以在推动房地产止跌回稳上发挥更大作用。

3、货币政策继续发挥支持性作用，保障大规模化债顺利推进。无论是本轮大规模化债，还是后续逆周期调控，未来几年政府债券供给压力都将保持较高水平，为防止流动性大幅收紧，缓解银行资金压力、避免因配债挤占信贷额度等，货币政策需进一步加大支持力度，配合此次化债方案顺利推进。目前人民银行与财政部已建立联合工作组，并于10月9日召开首次会议，表示继续加强政策协同、为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境等。后续看，为避免政府债券集中发行带来较大冲击，货币政策将进一步发挥支持性作用，与财政政策加强协调联动，央行或根据政府债券发行节奏进行流动性调节，同时也将进一步为商业银行提供资金支持。从支持工具看，一是通过降准释放长期资金，减轻商业银行资金压力，同时也有利于降低银行负债成本、缓解净息差压力；二是创设货币政策新工具，为部分大额配置政府债券尤其是涉及化债的商业银行提供定向资金支持；三是加快推动特别国债补充国有大行资本落地，防范发展和化债中产生新的金融风险。此外，考虑到海外以降息为主要方向为我国货币政策进一步宽松提供一定空间，且我国经济修复面临的内外部不确定仍较多，可通过继续降息降低整体社会融资成本和宏观债务成本，同时也能减少新发行地方政府债券的利息支出，为地方化债提供良好的货币金融环境。

（七）以更加开放的姿态应对中美经贸关系摩擦

2025 年特朗普重新执政所带来的中美贸易摩擦风险将使两国经贸福利产生明显损失，随着贸易摩擦升级，双方损失会进一步增大。在加强沟通与对话的同时，中国应积极谋求在全球价值链重构中的突破，深化国际合作，坚持开放理念，强化国内大循环的主体地位。

探索同美国建立新型合作关系。基于对“竞争与合作并存”现实的清醒认识，中美双方应积极探索建立一个更加稳定、和谐的新型合作关系，在保持有序竞争的同时，积极寻求和扩大合作领域，以寻找和维护两国的共同利益。这不仅有助于两国关系的长远发展，对全球稳定与繁荣也至关重要。从中国角度出发，为了实现这一目标，可以强调加强各个层级的沟通与对话，其中，包括为双边关系设定基调和方向的最高级别的元首外交、解决具体政策和合作问题的部长级会晤、促进贸易和投资合作的经济领域对话；以及增进两国人民之间的相互理解和友谊的民间交流。通过上述多层次、多渠道的交流机制有助于增进互信，减少误解，为解决分歧和促进合作提供平台。同时，双方应致力于有效管控分歧，共同承担大国责任。在全球化的背景下，中美两国在许多全球性问题上有着共同的利益，如气候变化、公共卫生、反恐和维护国际金融稳定等。通过这些领域的合作，两国可以共同应对这些挑战，为全球治理贡献智慧和力量。

在全球价值链重构的过程中寻求突破。在全球价值链重构的过程中，以中国为代表的新兴经济体正寻求突破以提升其在全球经济中的地位，主要涉及深化产业链供应链的国际合作，这不仅是为了加强各国间的经济联系，更是为了坚定维护产业链供应链作为全球公共产品的属性。通过合作，能够确保资源的高效配置和流通，同时提升全球经济的抗风险能力。坚持开放理念对于实现这一目标至关重要。开放不仅能够引入竞争，激发国内产业的活力和创新，还能促进国际合作，使中国的产业链、供应链、价值链更加稳固地融入全球体系，有助于中国在全球价值链中发挥更大的作用，增强其在全球经济中的竞争力和影响力。通过有机嵌入全球产业链供应链，中国可以更好地利用全球资源，提升自身的产业升级和技术创新，从而在全球市场中占据更有利的位置。

进一步推动制度型开放。习近平总书记强调：“推进高水平对外开放，稳步推动规则、规制、管理、标准等制度型开放，增强在国际大循环中的话语权”。党的二十大报告提出“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”。这为后续深入推动制度型开放、推进高水平对外开放指明了方向。主动对接高标准国际经贸规则。坚持高起点谋划、高标准建设。为适应国际经贸规则重塑的新趋势，应注重制度创新，充分利用如自由贸易试验区、自由贸易港的先行先试优势，积累在规则对接、创新和开放等方面的可复制、可推广经验，打造更高层次的开放平台，营造更优质的营商环境，增强对周边的辐射带动作用。对标

国际高水平经贸规则，推动制度型开放，涵盖规则、规制、管理和标准领域，加速构建与国际通行规则相接轨的制度体系和监管模式。

在高科技领域实现自给自足。这需要高度重视基础研究的关键作用。作为原始创新的源泉，新兴产业领域内相关的基础研究实力，将决定着新兴产业发展的空间和潜力。与发达国家相比，我国在研发投入方面排名靠前，尤其是试验发展阶段的投入比重较大，但在基础研究专利质量以及成果转化方面的投入相对不足，通过支持如 5G、集成电路等技术的发展，将我国在全球产业链中的地位向中高端延拓，以摆脱对于部分西方国家先进技术的依赖，因此必须加大基础研发投入，在当前科学研究的前沿领域取得重大颠覆性技术突破,以提高原始创新能力。

重视内需的作用。综合使用各种手段拉动内需增长。国内需求对经济增长的不可替代拉动作用已经被理论和时间证明，内需不足的情况下容易出现“储蓄缺口”并引发国际收支失衡。然而在过去较长时间内，我国经济发展过于重视投资的作用而忽视了消费对经济增长的影响。未来，我国需要重视内需的作用，结合财政政策，完善保障体系、改善收入分配体制，加大对中小企业的政策扶持等，增加居民收入，缩小收入差距，进而扩大国内消费市场，发展先进产业满足人民对高端产品的需求，并实现国际收支结构的均衡，推动经济快速转型升级。同时，要对出口企业特别是劳动密集型出口企业进行政策支持、鼓励其加速自身数字化、自动化生产，结合新兴技术，实现自身生产和出口的产业升级，提升国际竞争力。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104

Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

