



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2025年1月) (第76期)

筑底企稳、稳中求进的中国经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2025年1月



CMF宏观经济月度数据分析会（第76期）

筑底企稳、稳中求进的中国经济

报告人：袁海霞

中诚信国际信用评级有限责任公司研究院执行院长
中国人民大学国发院中国政府债务中心联席主任、
中国宏观经济论坛（CMF）主要成员
财政部政府债务咨询专家

目 录

- 一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济
- 二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键
- 三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望
- 四、实现2025年经济增长目标的政策建议

疫情冲击以来中国宏观政策经历了持续动态调整

2020 应对冲击

- 2020年政府工作报告未设定增速目标
- 自3月起央行开始降准降息
- 赤字扩大1万亿元、赤字率提高至3.6%，发行1万亿元特别国债

2021 跨周期

- 2021年上半年经济出现反弹，政府工作报告提出经济政策“不急转弯”，保持一定连续性
- 2021年7月政治局会议提出“做好跨周期”
- 2021年下半年经济增长转弱，年底中央经济工作会议提出“三重压力”

2022 逆周期

- 三重压力之下经济政策转为逆周期，2022年财政政策“前置发力”
- 2022年经济遭遇第二轮疫情冲击，二季度经济增长二次探底，6月创设政策性金融工具，9月盘活利用0.5万亿专项债限额
- 2022年底中央经济工作会议认为三重压力转为多重压力

2023 加大逆周期

- 多重压力背景下，2023年初疫情转段
- 二季度经济增长出现回踩，7月政治局会议提出“加强逆周期调节”
- 四季度增发1万亿国债，赤字规模再次增加

2024 超常规逆周期

- 外部环境变化带来的不利影响加深、国内需求不足下，9月底开始陆续出台了一揽子增量政策
- 12月政治局会议、中央经济工作会议为2025年经济工作定基调、定原则，提出“加强超常规逆周期调节”，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策

阶段一

疫后复苏或需要经历三个阶段

社会秩序与交易修复：

以供给需求各方面实现恢复性增长为主要特征

阶段二（正处于）

资产负债表修复：

以企业利润、居民就业和收入、财政收入改善为主要特征

阶段三

常态化扩张：

以资产负债表扩张和经济增长回归潜在增速为主要特征

当前宏观调控政策的六个转变

1. 更加注重微观主体的资产负债表修复

9.24国新发布会	一揽子货币政策： 降准降息、支持房地产、创设资本市场两项新工具等
926政治局会议	重视从需求侧发力，“ 促进房地产市场止跌回稳 ”
10.12国新发布会	一揽子财政政策：包括 专项债支持稳地产等
中央经济工作会议	“稳住楼市股市” “实现房地产止跌回稳”

阶段一：
社会秩序与交易修复



★ 阶段二：
资产负债表修复



阶段三：
常态化扩张

2. 更加注重防风险与促发展的平衡

730政治局会议	保持战略定力 ，坚定发展信心，唱响中国经济光明论
926政治局会议	切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感； 防范化解重点领域风险取得积极进展
11.8全国人大	财政部： 从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变
中央经济工作会议	“五个统筹” ；坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，

3. 更加关注“价格”信号

宏观与微观温差

中央经济工作会议：使社融、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配；着力实现增长稳、就业稳与价格合理回升的优化组合

→ 价格成为当前重要的政策引导目标之一

六个转变

4. 更加注重政策之间的一致性、协同性

财政与货币：**各自发力** → **协同发力**

央行与财政部联合工作组

——**财政政策和货币政策在未来定位和框架上的重大调整**

用好活政府债券：特别国债补充资本金、专项债支持稳地产

——**财政政策与金融、行业政策的协调配合加强**

5. 更加注重合成效应，注重央地联动



“挤牙膏”转向“一揽子”推出 数量更多、频率更强、力度更大

6. 更加注重预期管理

财政 货币 地方债务 房地产

中央经济工作会议+政治局会议+N个新闻发布会+若干公开表态
——推动政策在一定程度上被预见和理解，减少市场波动、提高政策效果

政策转换下中国经济修复的主要特征

经济走势呈“U”型态势，四季度表现亮眼，经济短期趋势较好

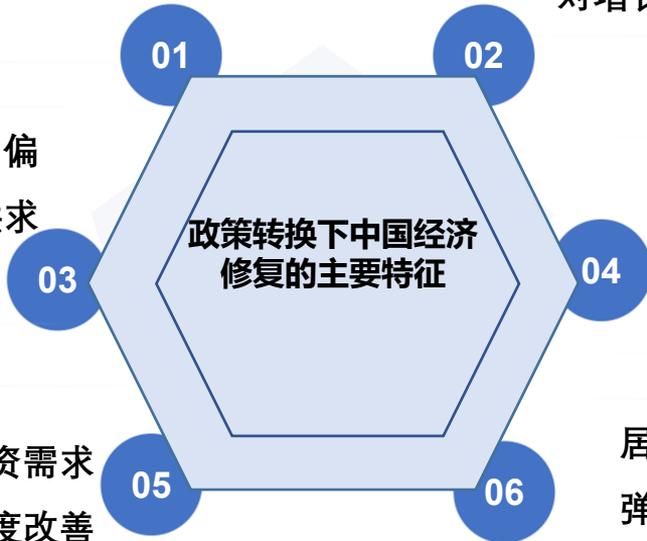
增长动力呈现结构性变动，净出口贡献显著提升，最终消费支出对增长贡献率边际下行

供需结构来看，生产偏强、消费偏弱、投资结构性分化，结构性供求失衡仍存

核心CPI持续改善释放积极信号，但整体价格水平仍偏低

内需偏弱与微观体感偏冷带来融资需求不足，但四季度以来资金活化程度改善

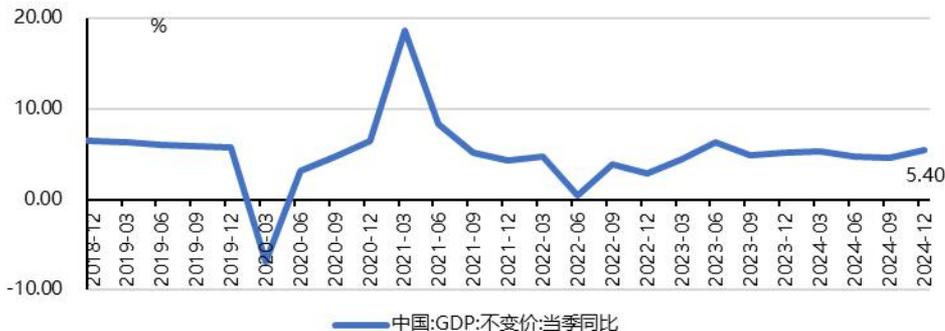
居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加



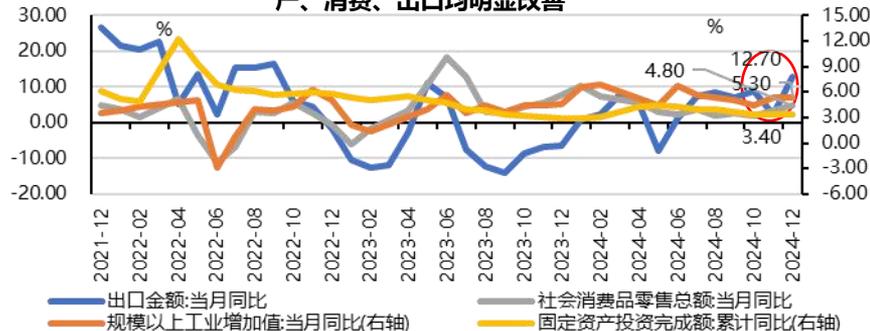
1 经济增长呈现U型，全年完成5%左右的目标

» 2024年GDP同比增长5%，从走势来看呈“U”型态势；二季度以来主要经济指标边际走弱；在一揽子增量政策支撑下，9月以来部分经济指标有所改善，助力实现5%的增长目标

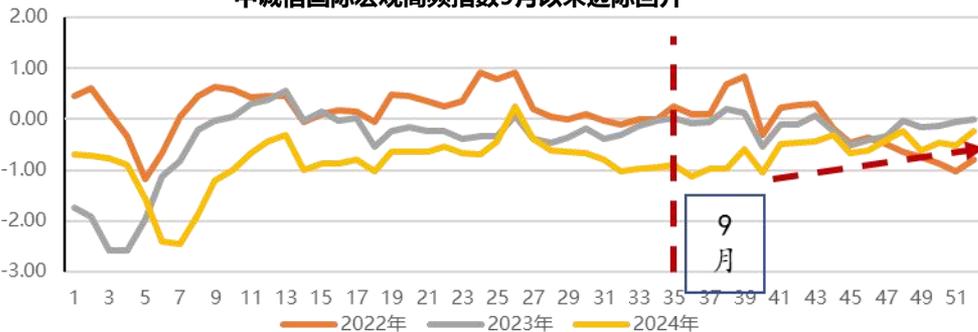
前三季度经济增速边际走低，名义增长持续偏低



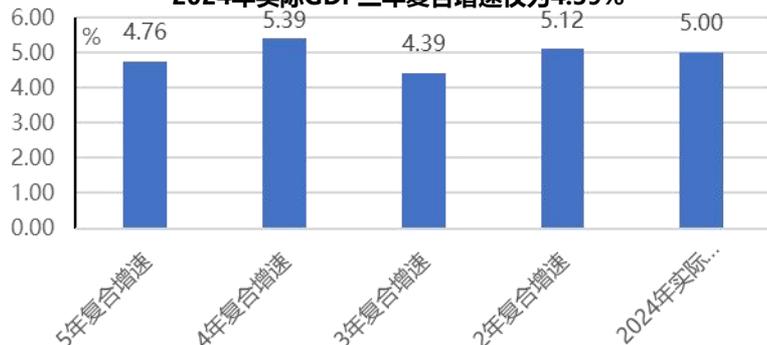
二季度以来主要宏观统计指标边际走弱，四季度以来生产、消费、出口均明显改善



中诚信国际宏观高频指数9月以来边际回升



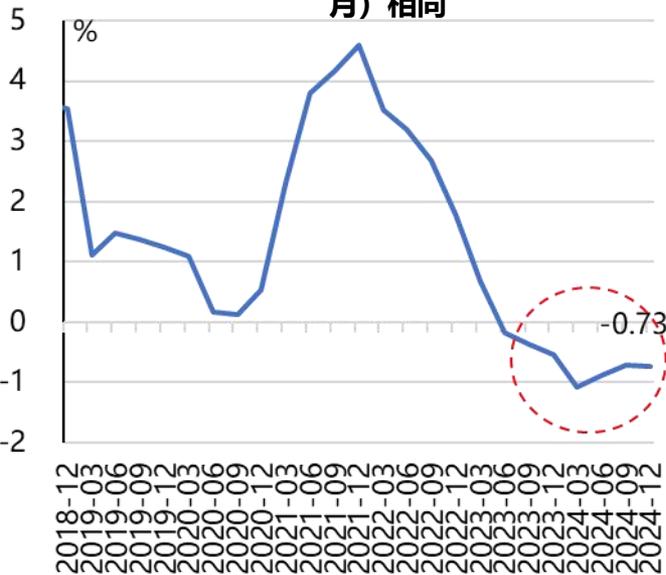
2024年实际GDP三年复合增速仅为4.39%



一 名义增速有所改善但仍低于实际增速，宏微观感受差异仍存名义增速中枢需持续提升

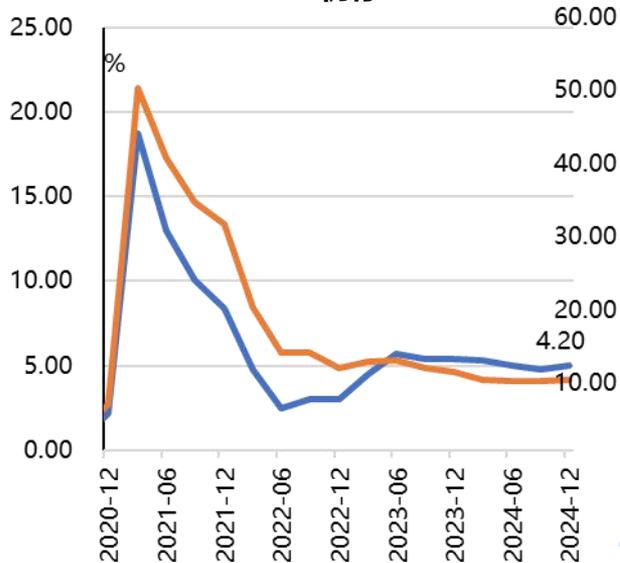
» 2024年GDP平减指数延续为负，虽然比上年水平有所改善，全年GDP名义增长为4.2%，名义增速中枢仍需提升

当前GDP平减指数已连续7个季度为负，与历史最长阶段（1998年6月-1999年12月）相同



— GDP:平减指数:累计同比

全年名义增速为4.2%，与实际增速缺口仍存



— GDP:不变价:累计同比
— GDP:现价:累计同比

各类市场主体的感受总体“偏冷”



— 中国:企业家问卷调查:企业家宏观经济热度指数
— 中国:城镇储户问卷调查:当期收入感受指数
— 中国:城镇储户问卷调查:当期就业感受指数

2 增长动力随着经济结构持续调整也呈现结构性变动特征

» 随着经济结构变动、第二产业的增长贡献率相较前值略有下行;从支出法来看,净出口对经济增长贡献显著上行(30.3%),最终消费对增长贡献率下行是经济增速下行的主要原因,2024年最终消费支出对经济增长贡献率和拉动率(44.5%、2.23%)均低于改革开放以来的中位数水平(56.9%、4.86%)

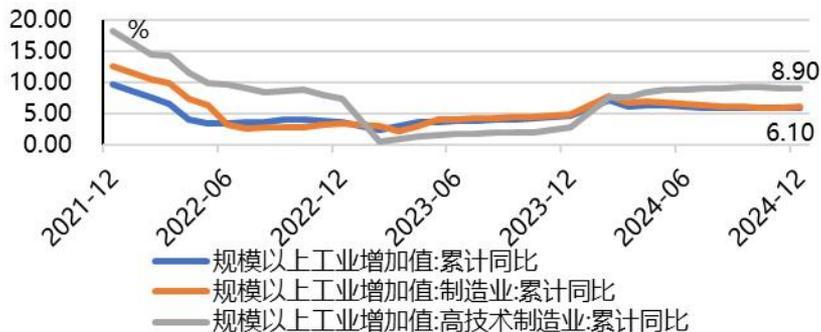


3 从供需结构来看，总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资分化特征，结构性失衡仍存

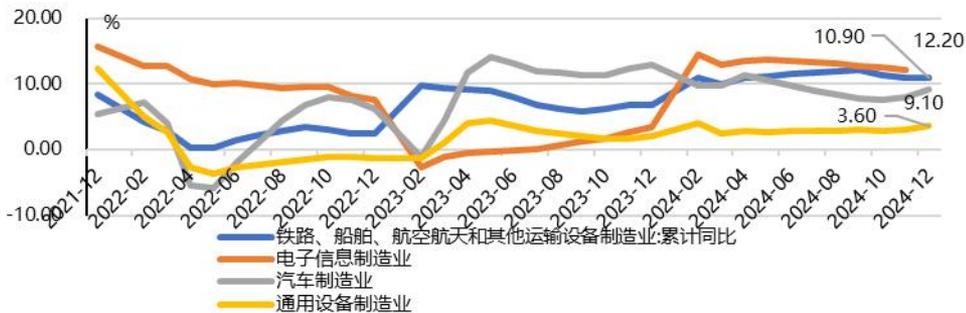
3.1 工业结构持续优化，高技术制造业与现代服务业增速较快，对生产端形成支撑，产能利用率四季度也明显提升

» 2024年工业增加值同比增长5.8%，高技术制造业与装备制造业的增加值增长较快，对工业生产形成支撑；服务业生产指数同比增长5%，整体不弱

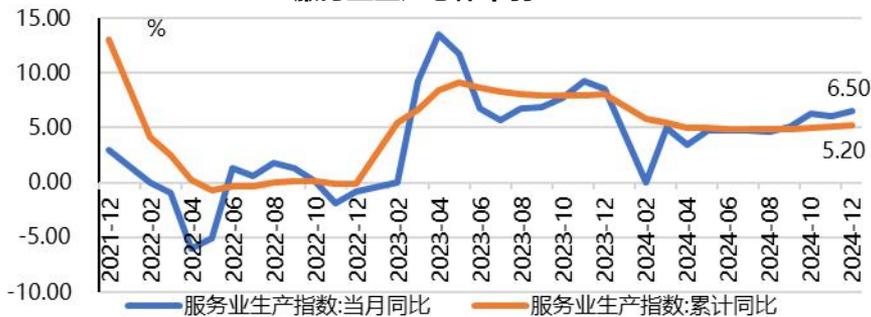
工业增加值累计同比边际走低，但依然有韧性



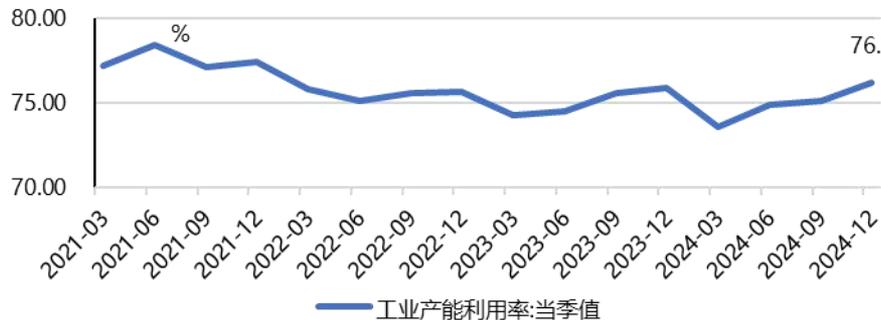
运输设备、汽车制造等行业增加值依然保持较快增长



服务业生产总体不弱



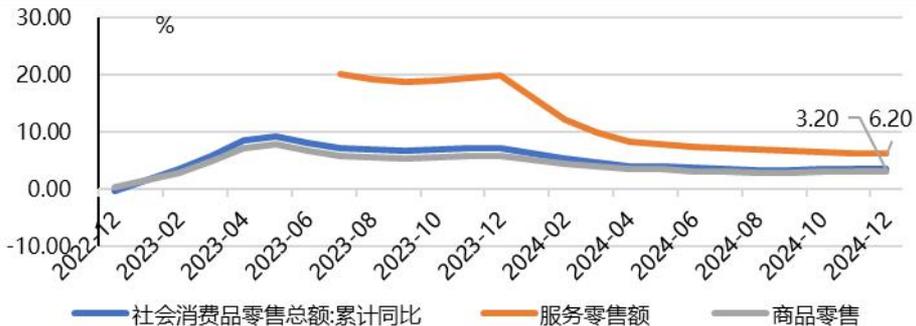
四季产能利用率显著回升至76.2%，为2022年以来的季度高点



3.2 消费增长势头持续放缓，服务消费显著偏离常态增长趋势线

» 2024年社零额同比增长3.5%，比前三季度同比提高0.2个百分点，但总体来看增速不高；服务消费显著偏离常态增长趋势线

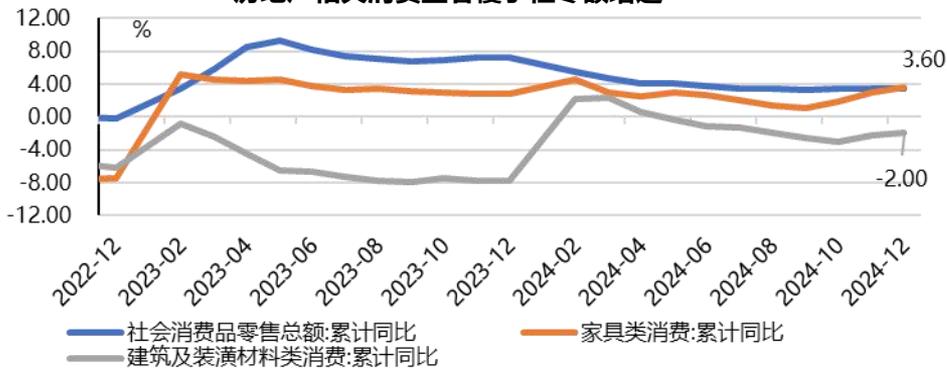
社零额同比增速持续放缓，服务零售放缓显著



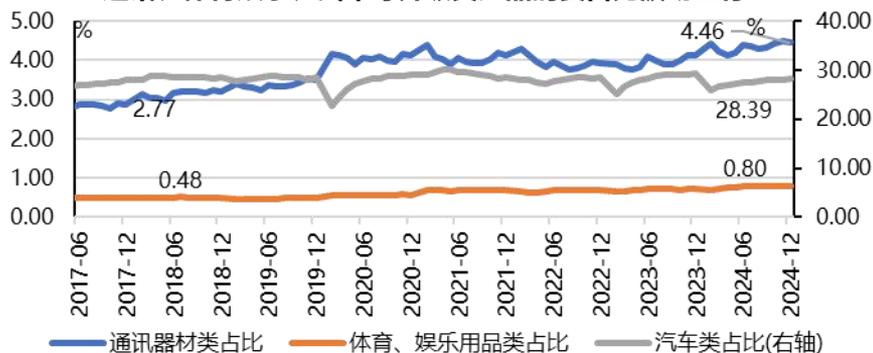
相较常态增长趋势，当前基础商品消费已经恢复至原有路径，服务消费仍有距离



房地产相关消费显著慢于社零额增速

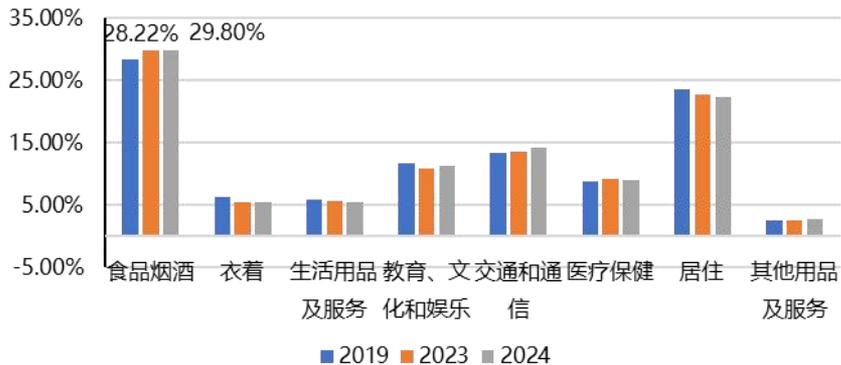


通讯、体育娱乐、汽车等升级类产品消费占比波动上行

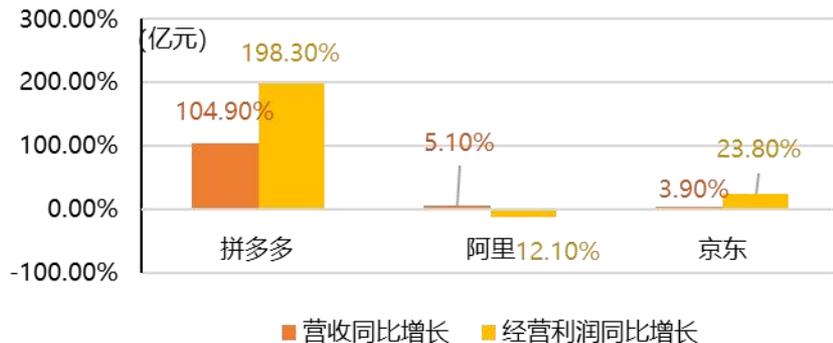


一 消费降级和消费下沉的现象依然存在，终端消费的提振并非一时之功

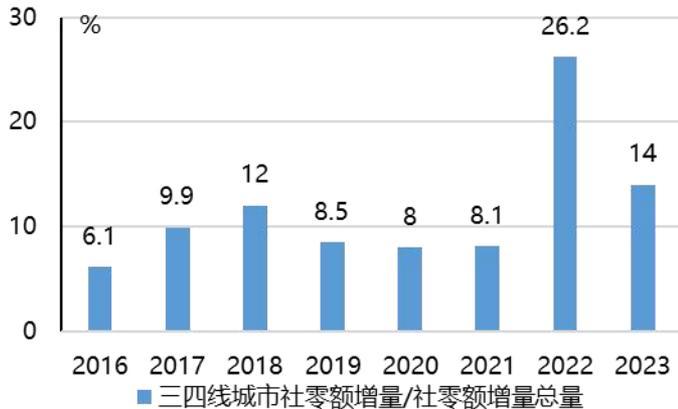
食品烟酒消费在居民支出中的占比有所提升



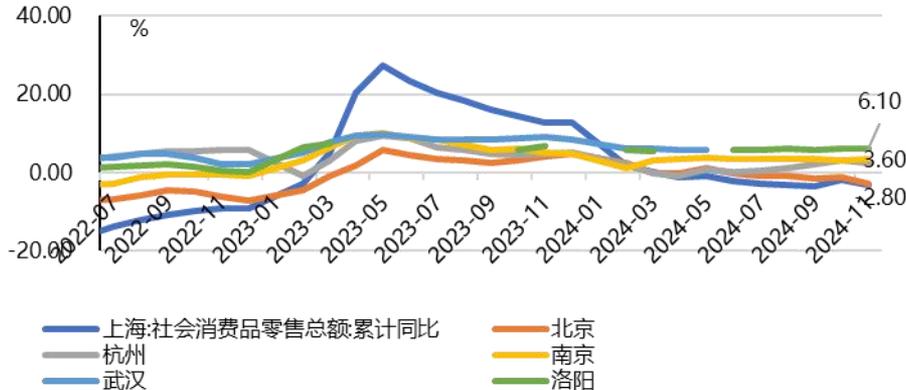
拼多多营收、利润增速远超京东、阿里 (2024上半年)



2022年以来三四线城市的社零额增量占比上升



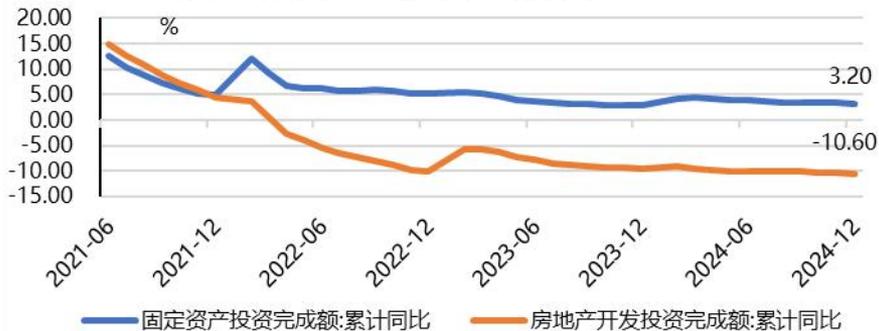
三四线城市社零额增速显著快于一线城市



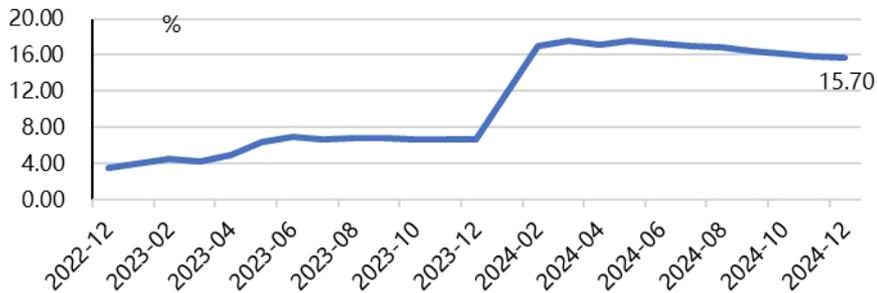
3.3 制造业投资保持高位，房地产开发投资下滑是主要拖累

- » 2024年固定资产投资增速同比增长3.2%，较2023年提升0.2个百分点
- » 房地产：2024年房地产开发投资完成额同比下降10.6%，当房地产投资以超过10%以上的跌幅下滑时，投资增速将受到2个百分点以上的压制
- » 制造业：设备更新和以旧换新政策效应释放，加之出口的加持，2024年制造业投资、高技术制造业投资分别增长9.2%、7.0%
- » 基建：依赖于政府债发行与使用节奏，三季度专项债发行节奏加快，但高基数下狭义基建整体偏慢，同比增长4.4%，比三季度提升0.1个百分点

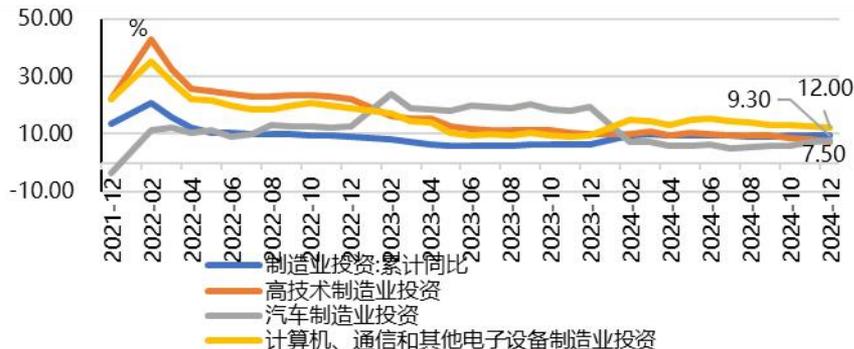
房地产开发投资跌幅进一步扩大拖累投资



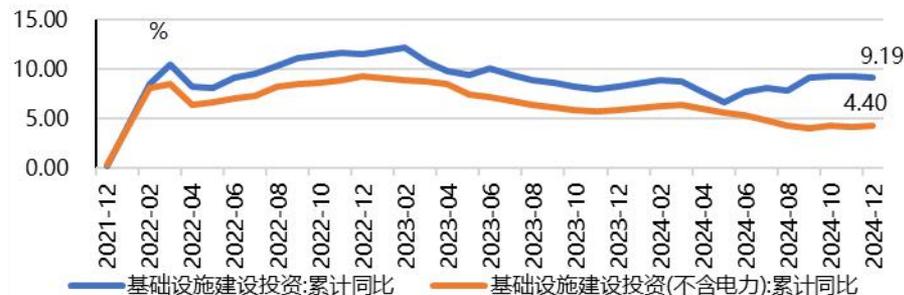
反映设备更新的设备工器具购置投资增速较快



制造业投资保持较快增长



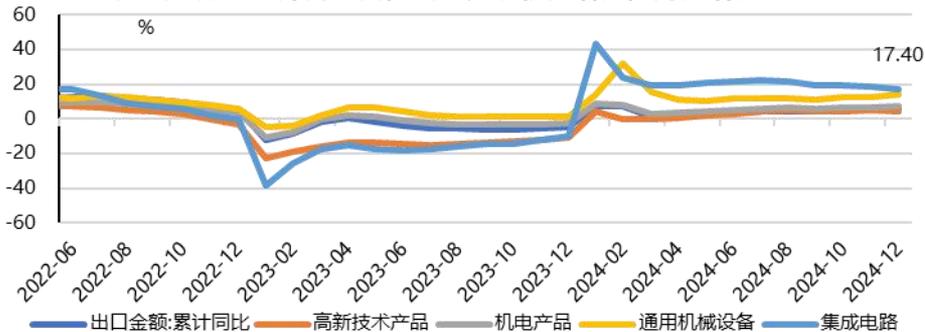
狭义基建增速偏慢



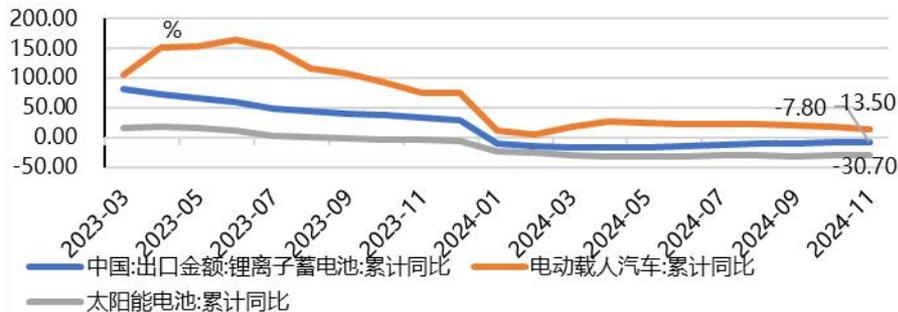
3.4 出口偏强对于内需的疲弱形成一定对冲，但以价换量问题仍存

- 2024年出口同比增长5.9%，是2024年经济增长的主要拉动项；其中对东盟、一带一路国家出口保持较快增速，对其出口金额占比分别达16.4%和50.3%；去年“抢出口”带动下对美国出口占比边际回升至14.67%，但从近年趋势来看，仍较2018年下降约5个百分点

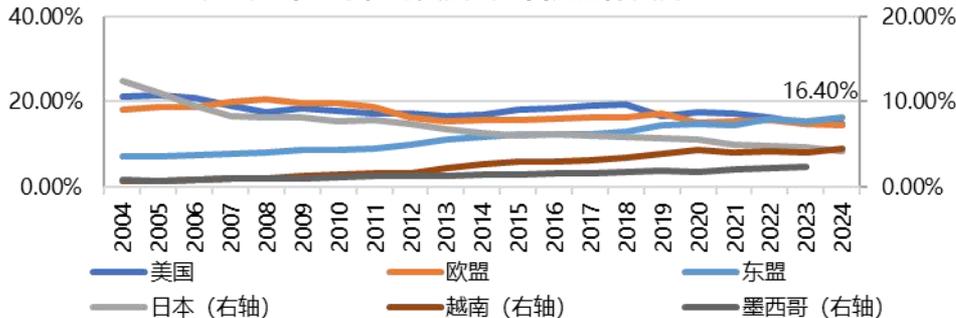
抢出口效应与外需改善，出口实现较快增长，同比增长5.9%



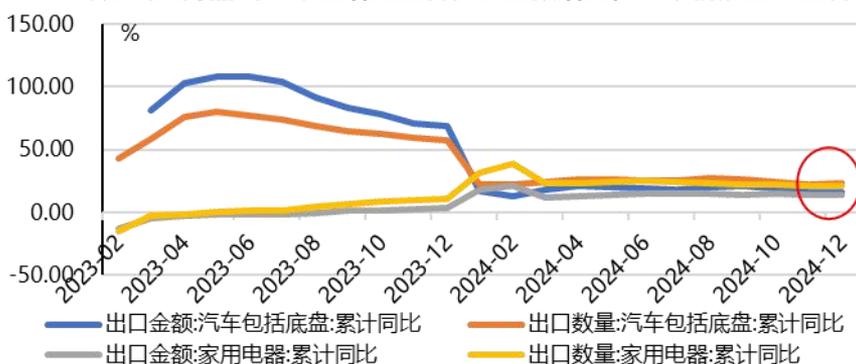
对华出口限制下“新三样”出口增速走低



抢出口带动下，对美国出口占比边际回升



部分出口商品出口数量增速显著快于金额增速，“以价换量”显著



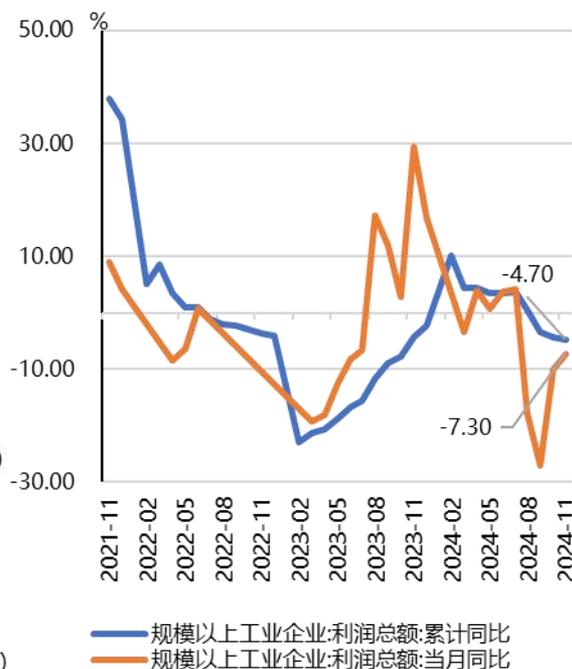
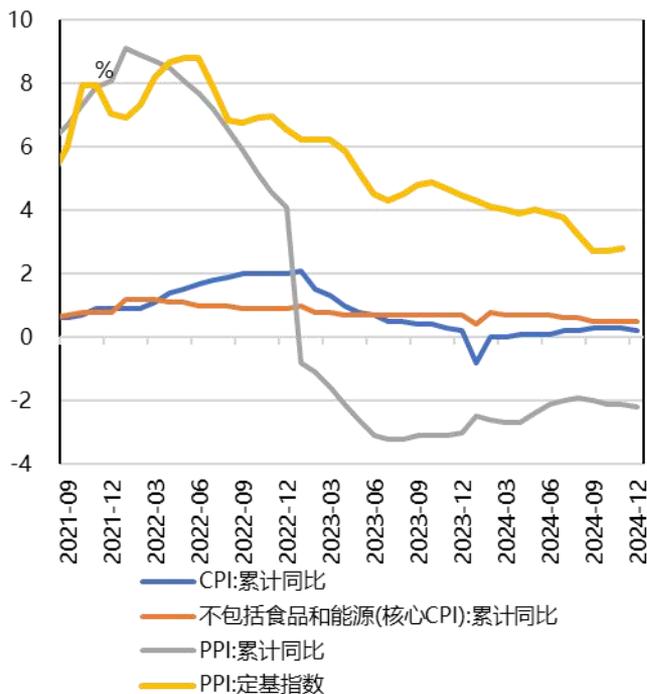
4 核心CPI持续改善释放积极信号，但整体价格水平仍偏低

» 2024年CPI同比涨幅0.2%，食品是主要拖累项；从月度同比来看，核心CPI连续3月小幅上行，呈现一定积极信号

CPI同比总体在0%附近、PPI持续负增长

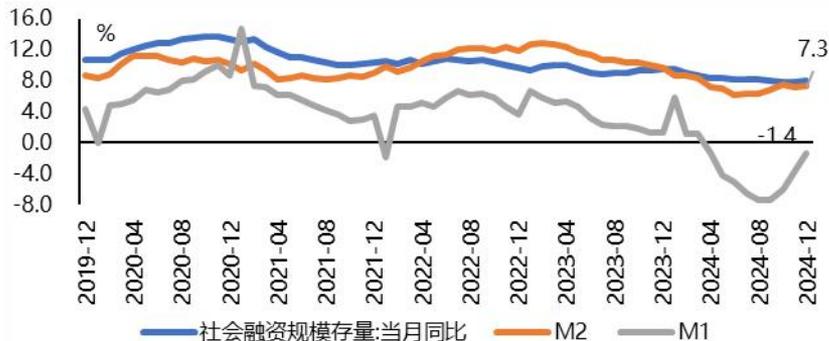
大中城市新建商品住宅与二手住宅价格环比降幅
收窄但依然在下行

今年以来工业企业利润下降4.7%，降幅比上年扩大2.4个百分点

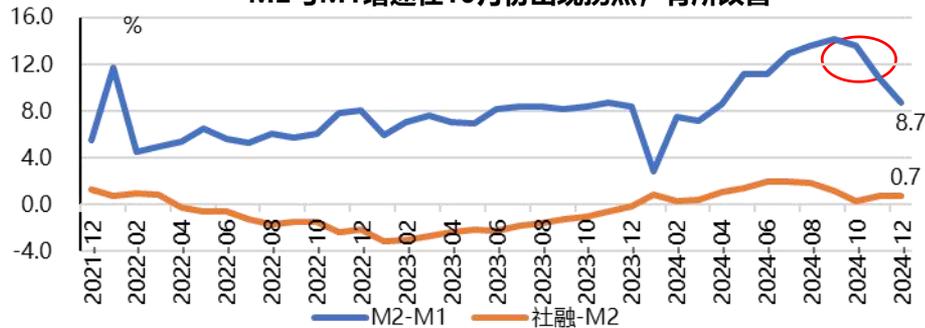


5 金融是实体经济的映射，内需偏弱与微观体感偏冷带来融资需求不足，但四季度以来资金活化程度改善

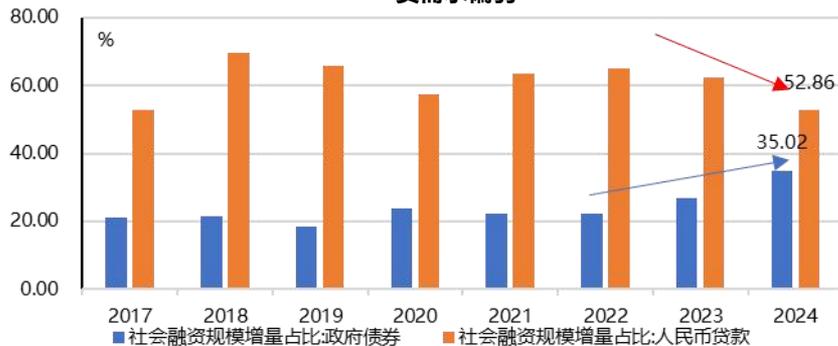
今年以来存量社融增速、货币供给增速总体呈下行趋势



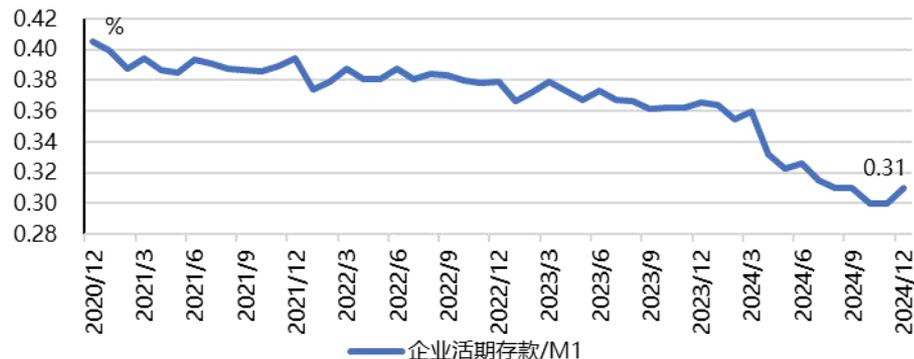
M2增速低迷下存量社融增速持续低于M2同比增速
M2与M1增速在10月份出现拐点，有所改善



近年来新增人民币贷款占新增社融比重持续走低，反映出微观主体融资需求偏弱



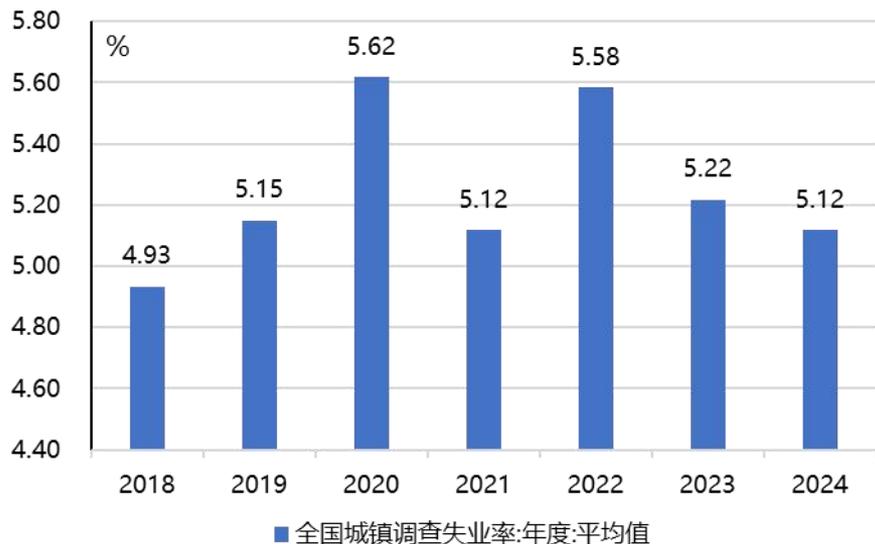
企业活期存款在M1中的占比加速下行



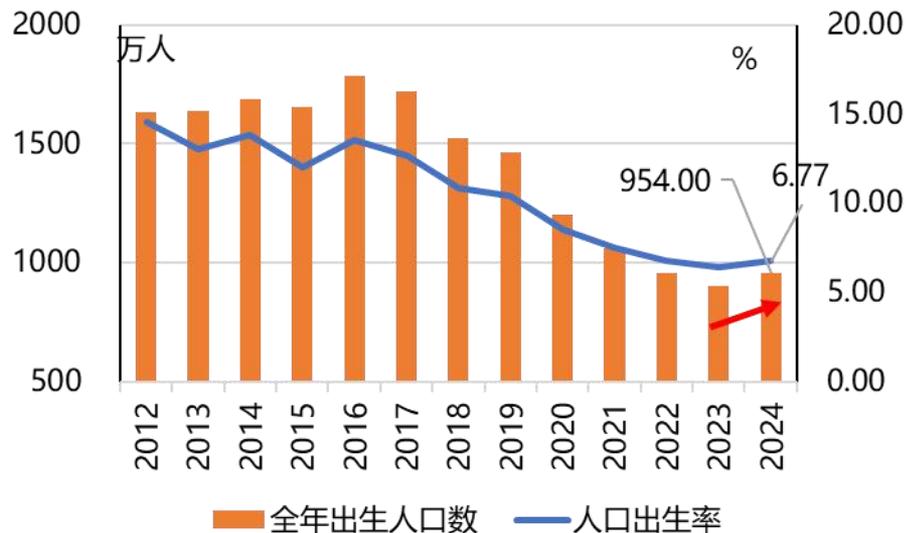
6 居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加

» 2024年城镇调查失业率回落0.1个百分点；出生人口出现反弹，打破2017年以来连续下降的趋势

城镇调查失业率边际改善



出生人口和出生率均有所改善回暖



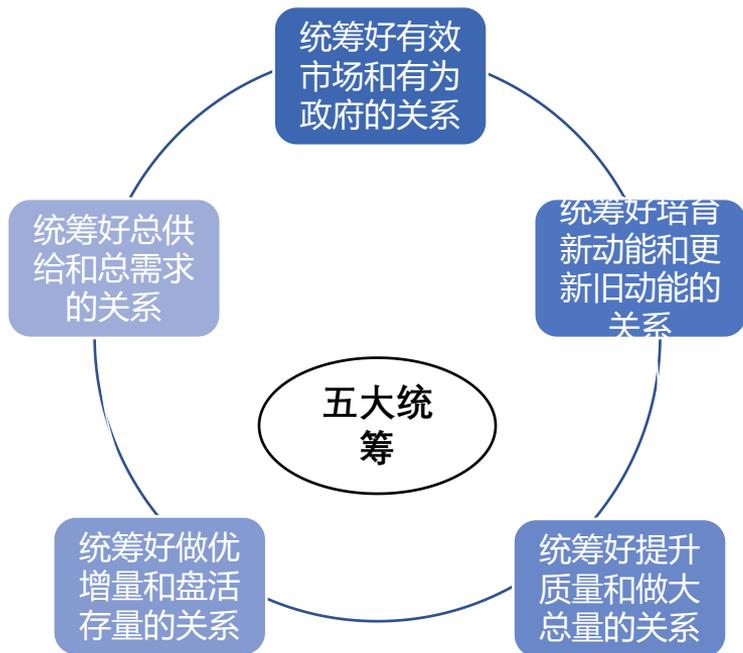
■ 中国经济运行的积极因素在增多，韧性仍存，但也面临一些挑战

- **一揽子增量政策出台以来，经济运行积极因素增多，为2025年开局奠定良好基础：**“两新”“两重”政策效应不断释放，工业生产持续恢复，四季度产能利用率明显回升；商品消费明显改善，与以旧换新相关的家电汽车表现亮眼；制造业和基建投资加快，制造业投资增速全年维持在9%以上；核心CPI连续3月小幅上行，呈现一定积极信号；沪深两市股票成交量和成交额同比增幅都在1.5倍左右；房地产交易活跃度提升，全国新建商品房交易网签量当月同比连续15个月下降后首次正增长，一线城市二手房价格环比年内首次正增长；制造业PMI连续四个月在荣枯线以上，其中反映内外需的新订单和新出口订单均有所改善；资金活化程度改善，M2-M1剪刀差明显收窄；中诚信国际宏观高频指数（CHIM）也指向经济表现边际回升。
- **从全年经济表现看，在政策调整下2024年顺利完成5%的经济增长目标，呈现出六大特点：**经济走势呈“U”型态势，四季度表现亮眼，经济短期趋势较好；增长动力呈现结构性变动，净出口贡献显著提升，最终消费支出对增长贡献率边际下行；供需结构来看，总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资结构性分化；价格水平持续偏低，通缩压力所带来的风险不容小觑；内需偏弱与微观主体偏冷带来融资需求不足和货币惰性边际改善；居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加。
- 必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。同时，也应该认识到我国经济运行仍面临不少困难和挑战，当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。因此**2025年中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键。**

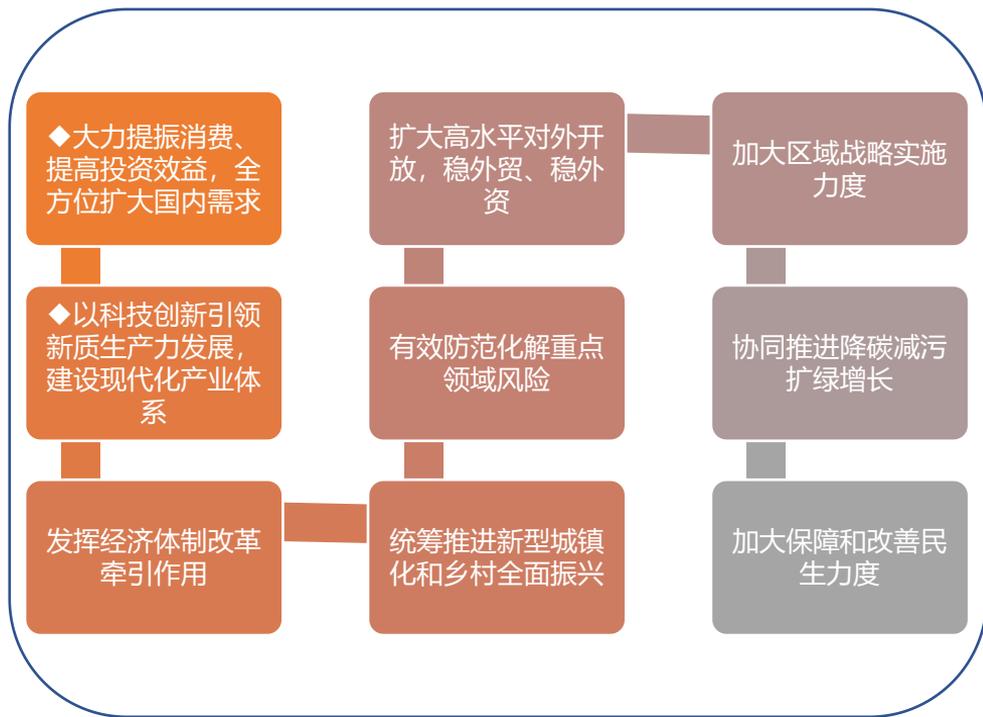
目 录

- 一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济
- 二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键
- 三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望
- 四、实现2025年经济增长目标的政策建议

五个统筹是中国经济筑底企稳的核心



中央经济工作会议九大重点工作



■ 中国经济稳中求进需要把握好六大关键

1. 地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机

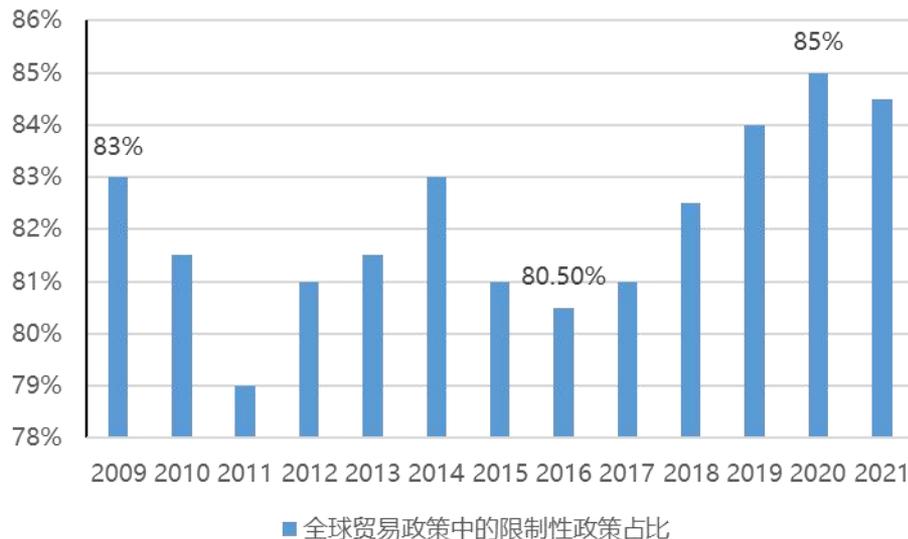
- » 近几年来，全球疫情、大国博弈、俄乌战争、巴以冲突、欧洲右转，全球地缘形势进入新的动荡期，全球贸易额距离原有增长趋势向下偏离
- » 短期来看，特朗普2.0框架下，美国政府的经济与外交政策给全球经济和贸易带来较大不确定性，针对中国出口将要采取的限制措施引发“抢出口”，随着加征关税落地，明年出口或将面临一定挑战

1月20日特朗普正式上任，或将再次挥动“关税大棒”

- ✓ 推动取消中国最惠国贸易地位
- ✓ 对中国商品征收60%甚至更高水平的关税
- ✓ 限制美国公司在中国投资，禁止任何将业务外包给中国的公司签订联邦合同
- ✓ 逐步停止所有来自中国的必需品进口

特朗普执行关税政策阻力较小，可能采取的措施包括进行301贸易调查，或者汇率操纵调查

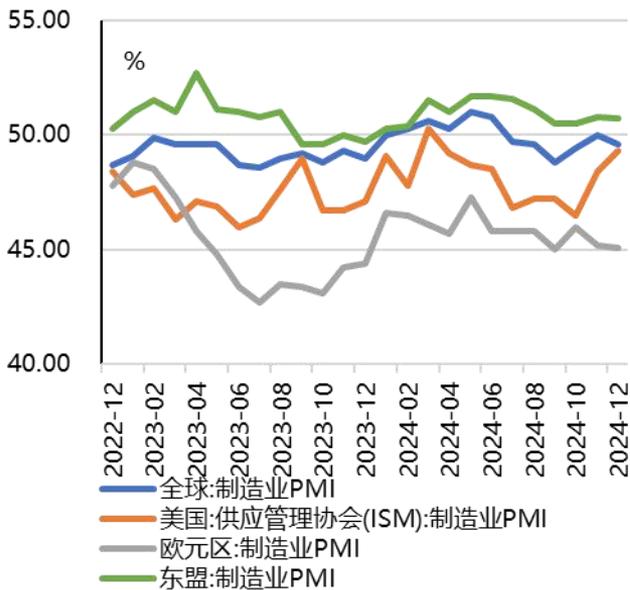
全球贸易政策中的限制性政策占比也在上升 经贸关系是国际关系的压舱石



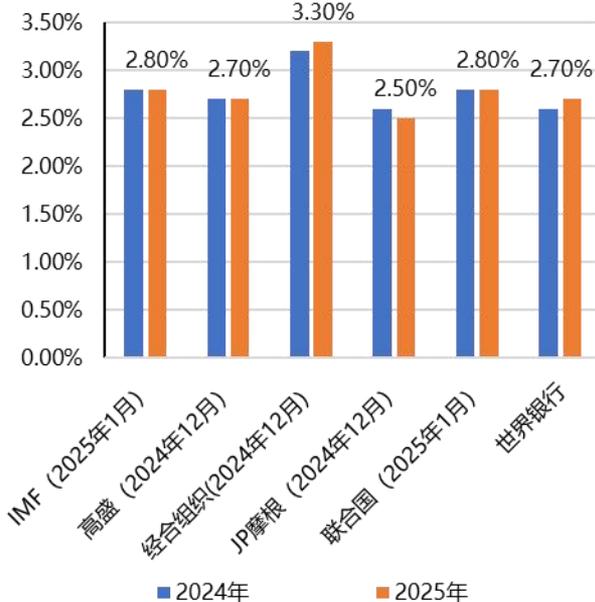
1.1 全球经济和贸易增速不确定性仍存

» 全球主要经济体制造业PMI处于荣枯线下方；全球经济增速预期增速与24年持平，整体偏慢；国际机构预测2025年全球贸易或有所回暖

全球主要经济体制造业PMI处于荣枯线下方



全球经济增速预期增速与24年持平，整体偏慢



国际机构预测明年出口好转，中国出口占世界出口比重或有所走低



1.2 中长期来看，全球产业链重构对于中国经济的影响仍处在演变过程中

随着大国博弈的持续，全球产业链供应链也将面临持续的调整，美西方在这一过程中通过政策手段试图削弱或替代中国产能；2023年，美国对华政策从“脱钩”转为“去风险”，以去风险为基调，美国联合盟友采取了诸多对华的限制性措施，如设置管制壁垒，截至2023年被列入黑名单的中国企业数量超过1200家；构建防华联盟，设立芯片四方联盟（Chip4）等等；产能转移与替代，中国+、近岸/友岸外包，指责中国产能过剩、加征关税

发达国家在“去风险”的概念下，积极推动自身脆弱度较高、技术含量高的产业链回流本土，或者在近岸、友岸地区形成产能

大国博弈、地缘政治风险下
产业转移或超预期



回流、近岸、友岸

	产业脆弱度第一	产业脆弱度第二	产业脆弱度第三
美国	电气与电子设备	机械设备	车辆及配件
英国	机械设备	电子设备	矿物燃料
德国	机械设备	电子设备	矿物燃料
日本	电气与电子设备	能源和矿物	机械设备
韩国	电气与电子设备	机械设备	光学及医疗等仪器

注：产业脆弱度指根据该国某产业的进口产品金额占比、国内产业链的完备程度等计算的综合指数，此处为脆弱度最高的三项产业

2 终端消费需求疲弱下供需失衡问题仍是主要矛盾，全方位扩大内需是核心关键之一

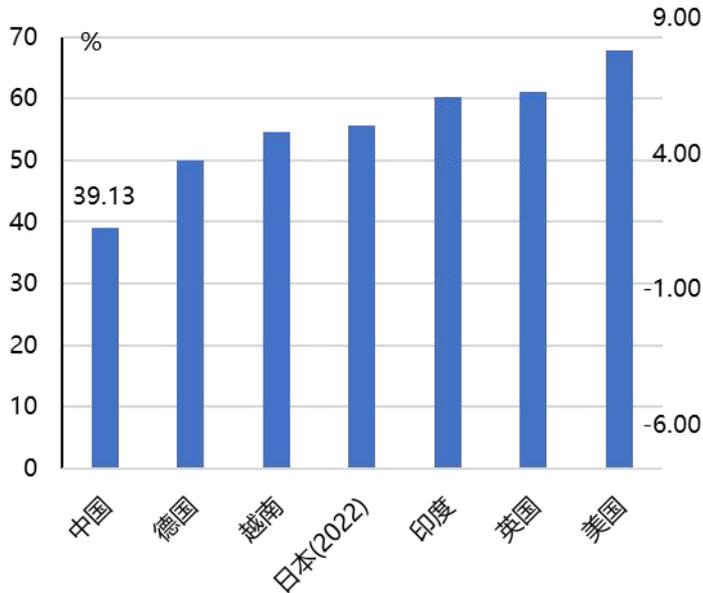
- » 有效需求不足特别是终端消费疲弱是当前经济运行的主要矛盾之一，中央经济工作会议提出全方位扩大国内需求；当前我国居民最终消费率显著低于美、日等发达国家，也显著低于印度、越南等新兴经济体，虽然最终消费率并不是越高越好，但也需要与经济体量相匹配

居民消费倾向和收入分配占比较低是导致中国居民消费率远低于美国的主要原因

$$\text{居民消费率} = \frac{\text{居民最终消费支出}}{\text{居民可支配收入}} \times \frac{\text{居民可支配收入}}{\text{GDP}}$$

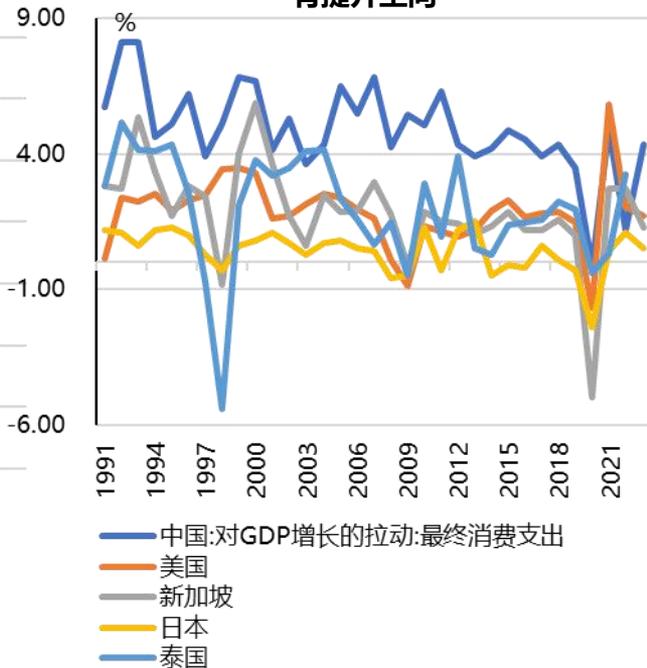
	居民消费率	消费倾向	收入分配
中国	38.25%	68.6%	59.51
美国	68.05%	86%	79.03

我国居民最终消费率显著低于世界主要经济体



注：除日本外，其他国家均为2023年数据

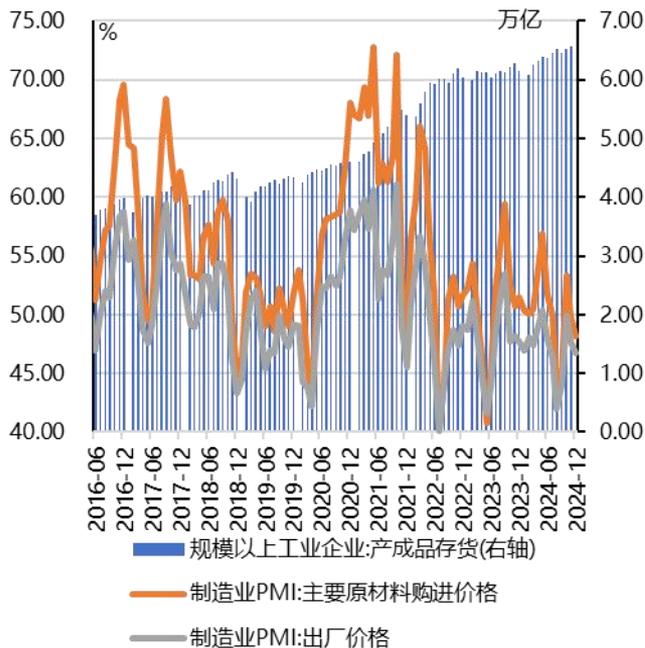
消费对经济增长的拉动作用仍然显著，还有提升空间



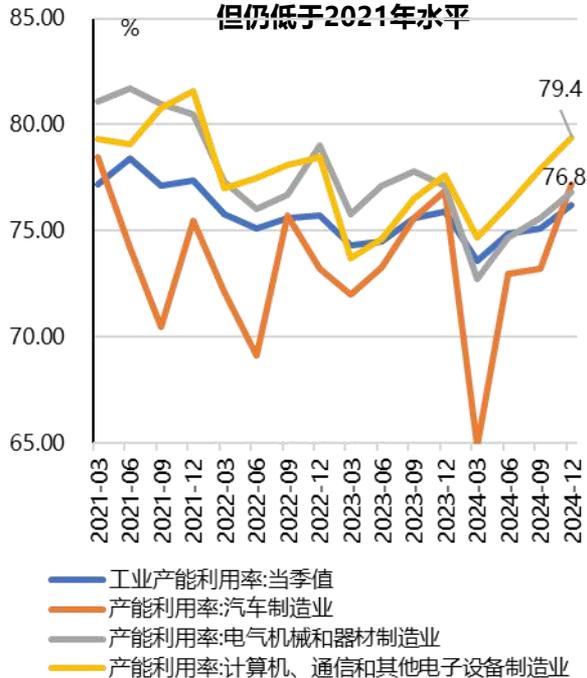
2.1 供需失衡下企业竞争式内卷加剧，生产经营面临困难

- » 供需失衡下部分行业产能利用率走低，出现产能过剩现象，企业为了争夺市场份额或仅仅为了存活，不得不降低价格引发“内卷式”竞争。此外，政府对市场的干预、产品同质化、产业组织不健全、竞争模式单一等也都加剧了企业内卷，给生产经营带来较大困难

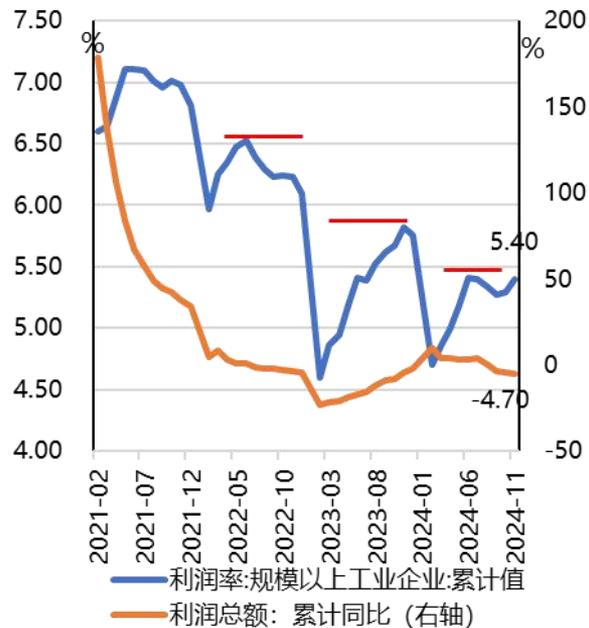
工业企业产成品库存达到历史新高，制造业企业感到出厂价格弱于原料购进价格



汽车、电器机械器材等行业产能利用率边际回升，但仍低于2021年水平



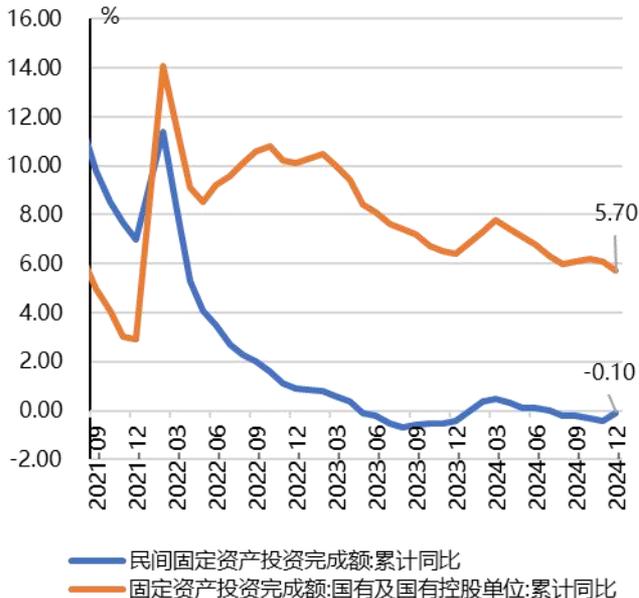
工业企业利润率水平偏低，存在增收不增利的问题



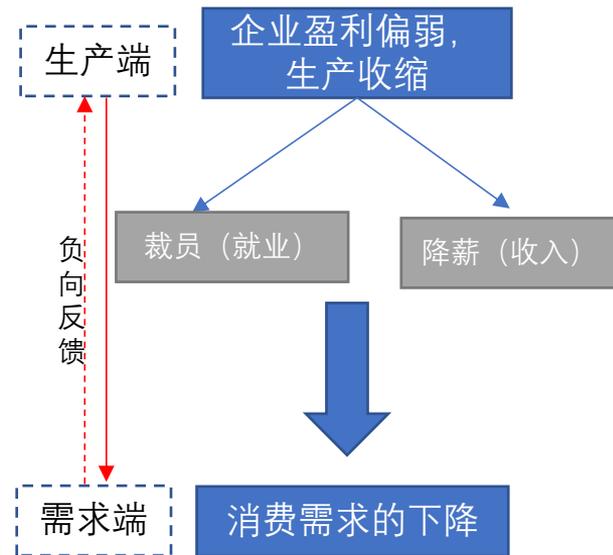
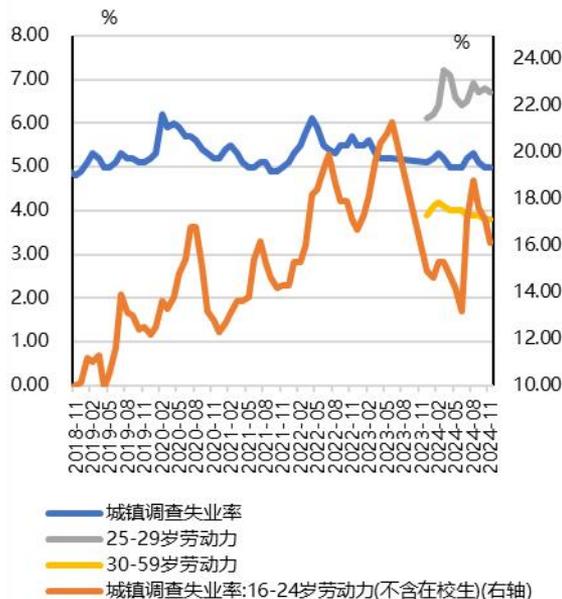
2.2 企业经营改善疲软，势必影响就业和收入，负向反馈、供需两弱的局面亟待打破

» 企业增收不增利，生产经营面临困难，投资能力和意愿下行；企业生产收缩影响就业和收入，进一步导致消费需求下降，最终将形成供需两弱、负向反馈的局面

民营经济投资持续低迷，增速在0值附近波动



青年就业压力边际缓解但仍较大



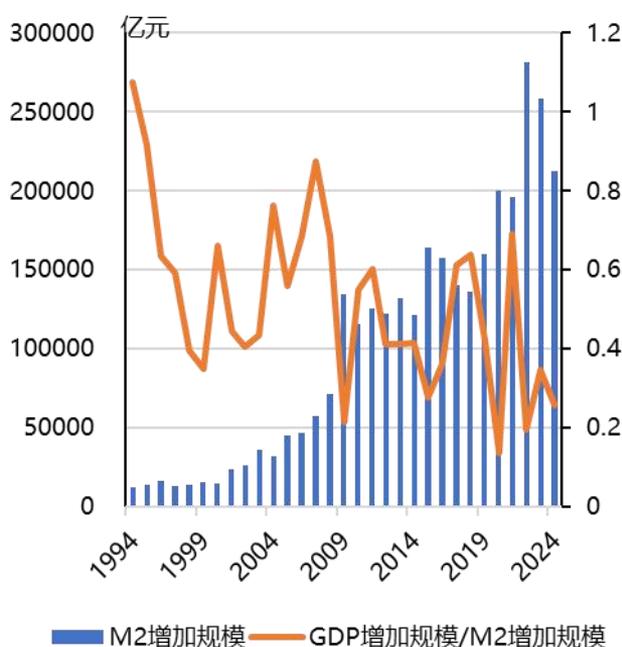
3 经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在

» 作为基本要素的资本和劳动要素边际效率走低，全要素生产率边际下行，且距离发达国家差距仍大

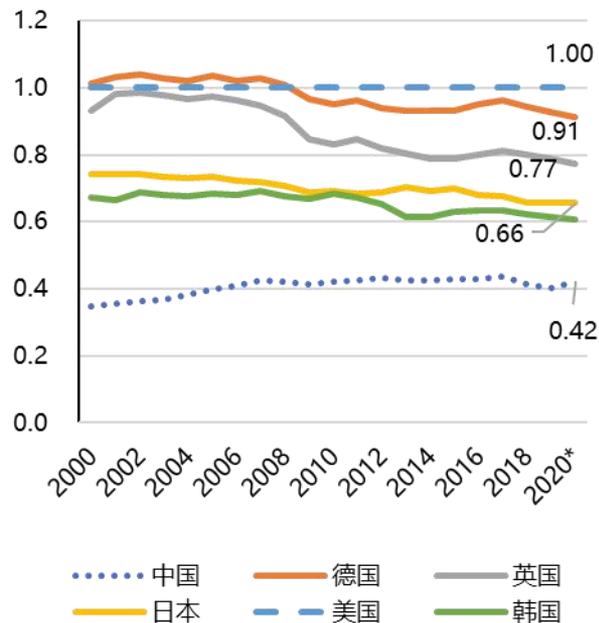
资本回报率与劳动生产率增速呈现波动下行趋势



新增货币供给对于GDP的拉动逐步“钝化”每一元货币供给增加的查出已经不足0.2元

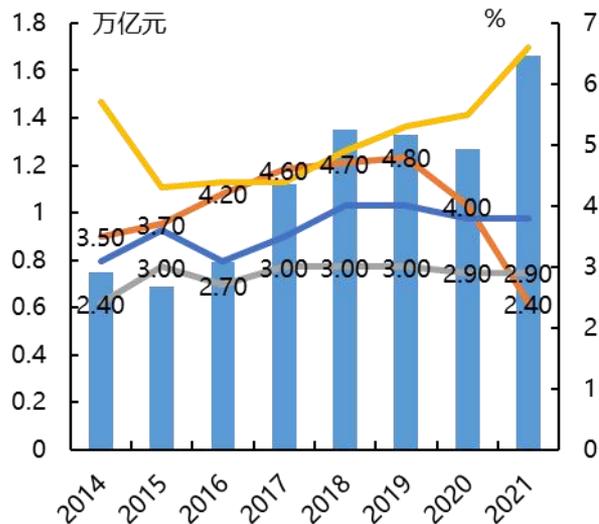


我国全要素生产率目前仍低于主要发达国家 (美国=1)



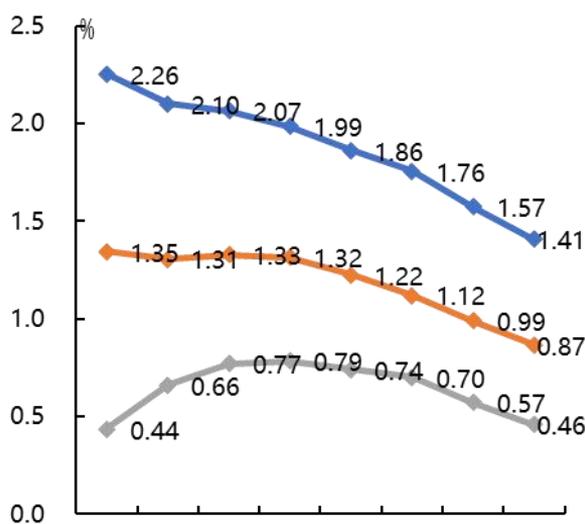
- 国有企业运行与创新领域的效率相对较低，资源配置效率有待提升

地方国企盈利能力持续走低，较工业企业盈利能力也有较大差距



- 地方国有企业利润总额
- 中国:净资产收益率:全行业平均值:地方国有企业
- 中国:总资产报酬率:全行业平均值:地方国有企业
- 中国:净资产收益率:全行业平均值:工业
- 中国:总资产报酬率:全行业平均值:工业

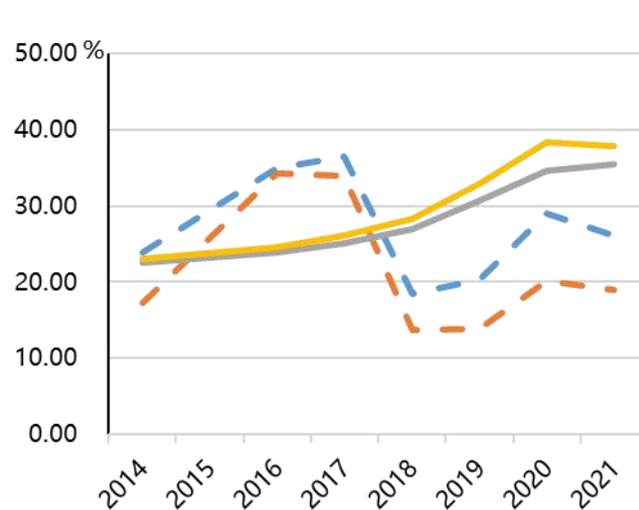
城投资产收益率整体较低且逐年下降 中位数已不足1%



2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

- 城投ROA(75%分位数)(右轴)
- 城投ROA(50%分位数)(右轴)
- 城投ROA(25%分位数)(右轴)

相比私营企业，近年来国有企业实现创新目标的比例也有所下行

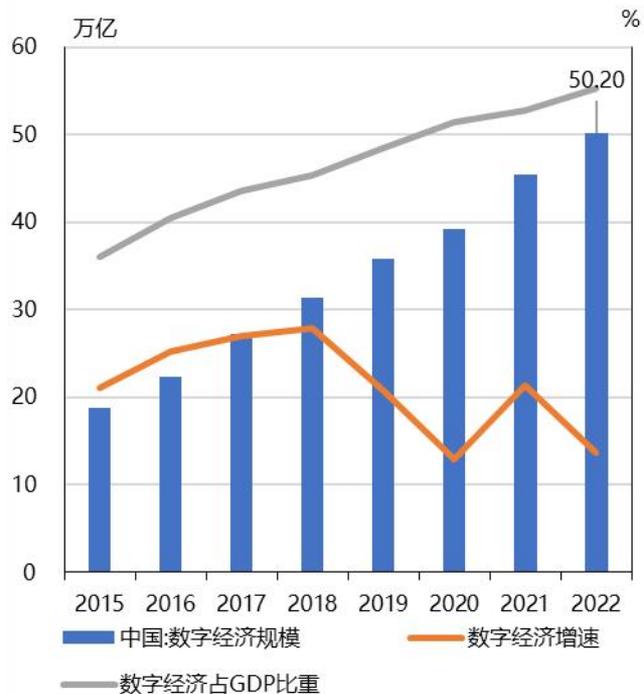


- 有创新活动的国有企业中:实现工艺创新:占比
- 有创新活动的国有企业中:实现产品创新:占比
- 有创新活动的私营企业中:实现产品创新:占比
- 有创新活动的私营企业中:实现工艺创新:占比

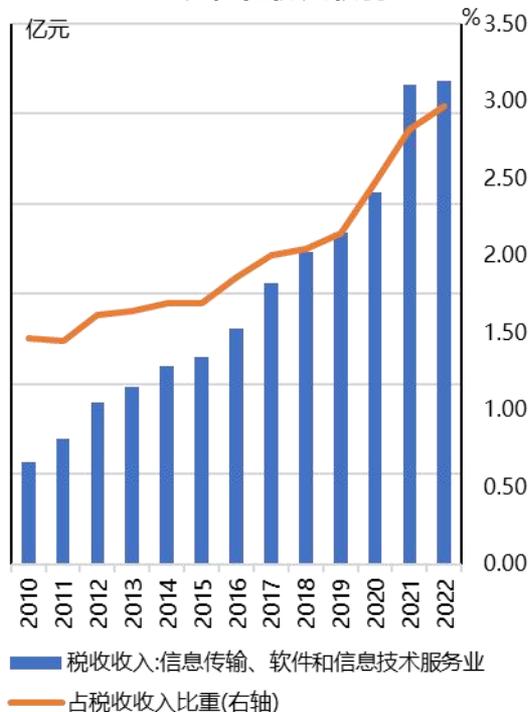
4. 新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础

» 科技创新导向下，新动能培育取得长足进步，但整体尚未成熟

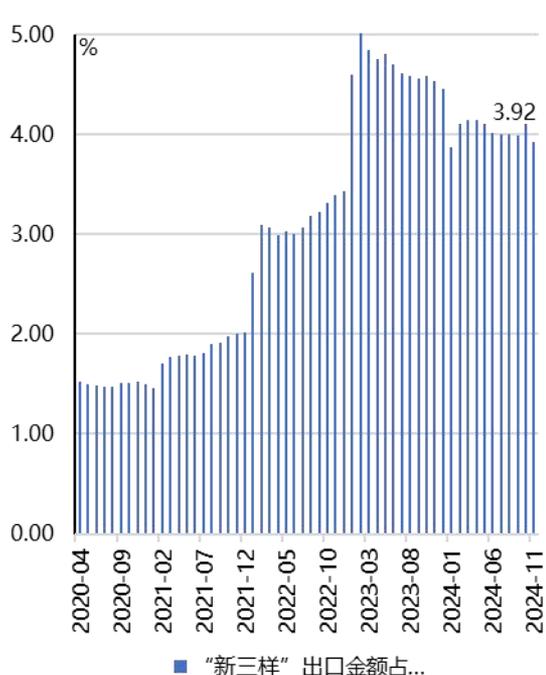
我国数字经济（广义）占GDP比重持续上升，目前约占50%，但数字经济增速、对GDP的贡献率走低



高技术制造业对税收的贡献率持续增长，但仍然较弱



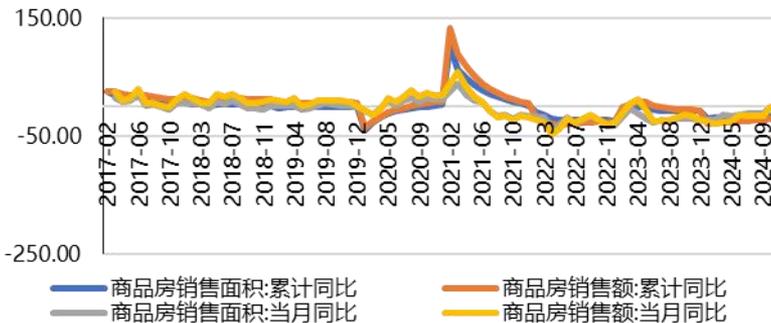
“新三样”在出口金额中占比较2022年显著提升，但今年以来有所走低



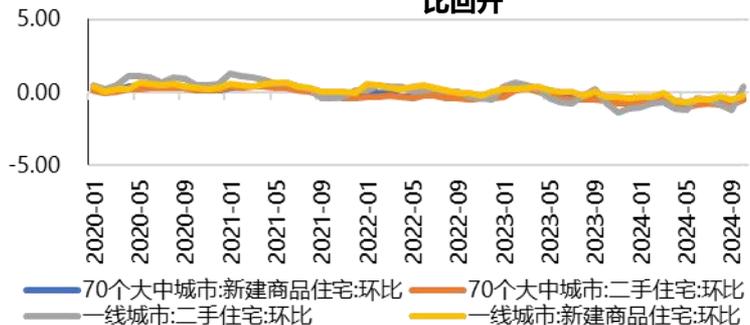
4.1 房地产整体仍处于筑底阶段，销售回暖、房价触底迹象显现，但严控增量下投资或仍处低位

- 房地产行业是焦点行业，整体仍处筑底阶段，但销售边际回暖与房价触底迹象显现，一二线城市新房、二手房销售面积和价格边际回暖，房地产去库存加快，北京二手房挂牌量下跌；考虑到房企风险仍在释放，从销售到投资的资金链条仍有待修复，稳地产还需政策进一步呵护

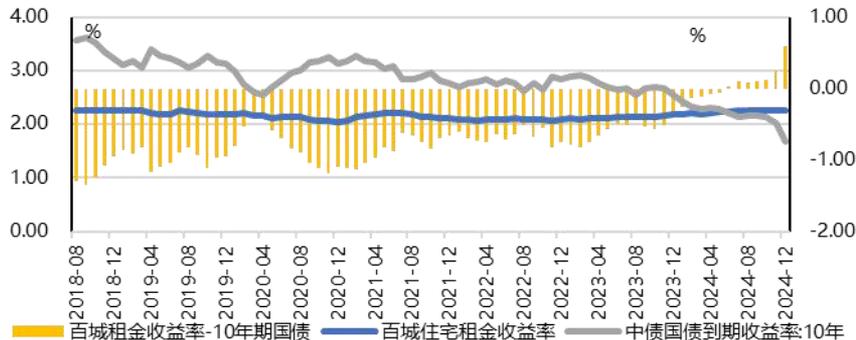
10月份全国商品房销售面积和销售额同比降幅收窄



房价环比降幅收窄，其中一线城市二手住宅房价环比回升



从租金收益率与10年期国债收益率差值来看，房价已具备回稳基础



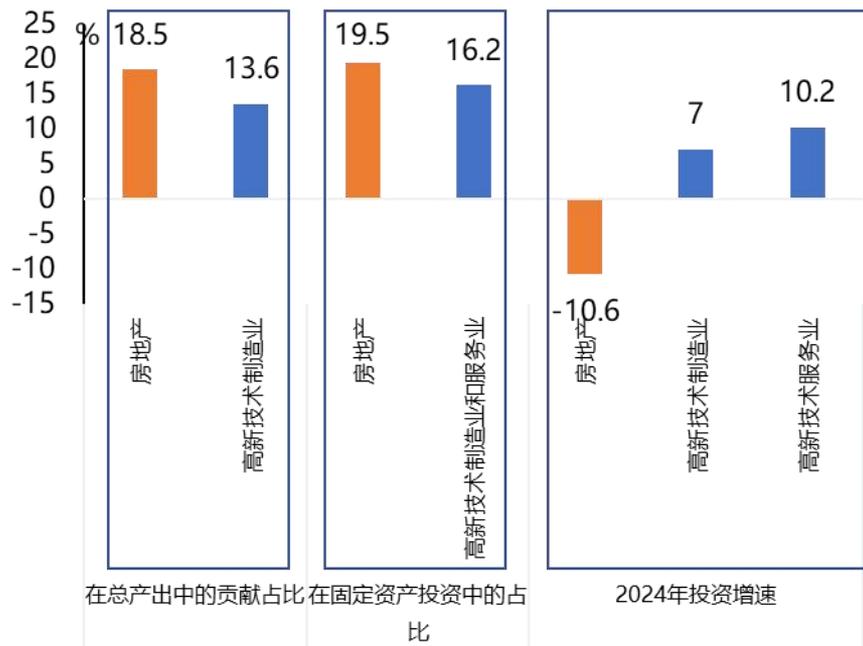
新开工跌幅有所扩大，与当前严控增量政策相符



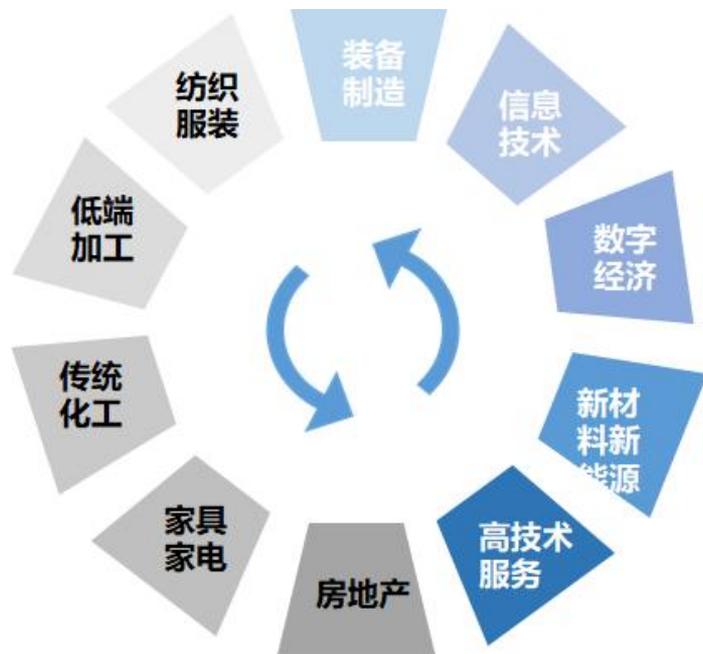
4.2 新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础

- 从经济增长理论来看，经济增长主要来源于劳动、资本、全要素生产率的投入，劳动参与率的降低、资本投入的减少、技术进步停滞皆会带来经济增长的下行，传统的增长动能仍需实现平稳增长，推进新旧动能平稳转换过渡

房地产在总产出中的贡献占比依然高于高技术制造业；高技术产业投资增长对冲不了10%左右的房地产投资下行



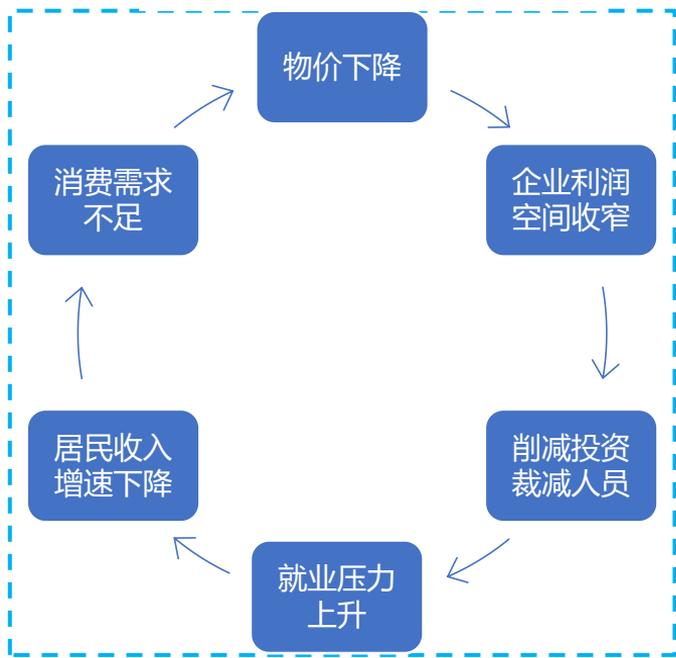
促进新动能发展的同时保持旧动能平稳转型



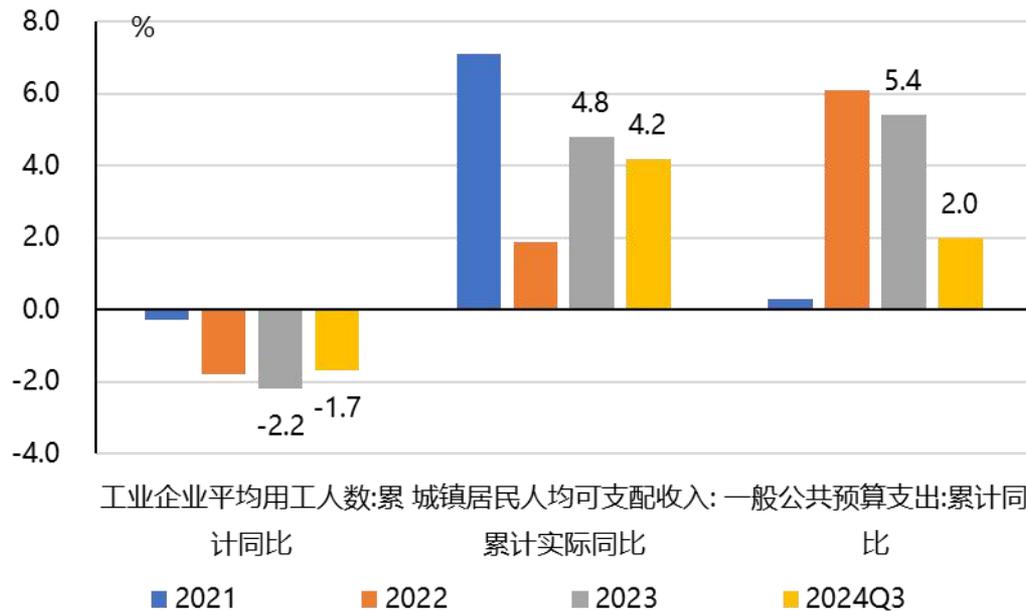
5. 价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键

- 中央经济工作会议提出：着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合；物价下行可能会沿着利润-投资-就业-收入-消费链条负面传导；居民部门资产增速显著回落，出现主动降杠杆现象

通缩带来经济负向循环示意图



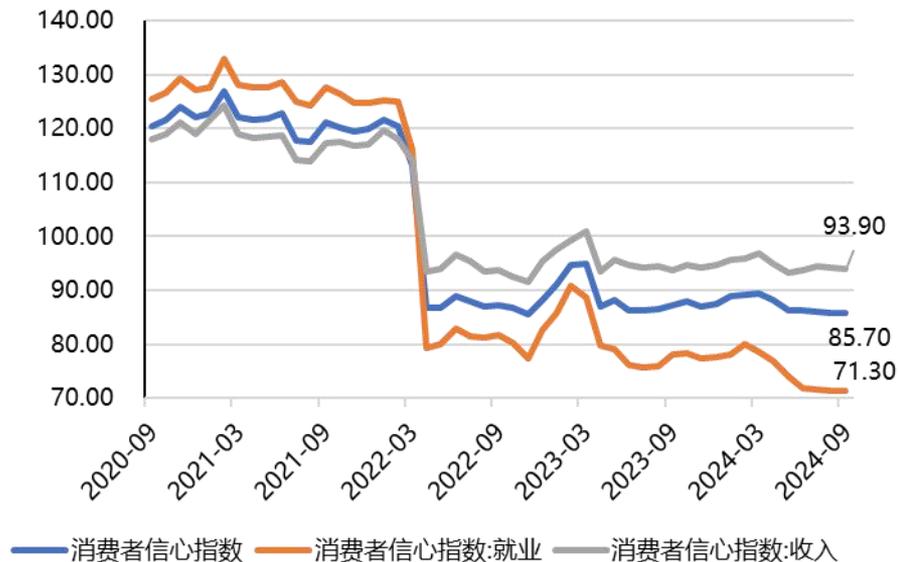
资产负债表受损下，各部门的支出能力和意愿受到制约



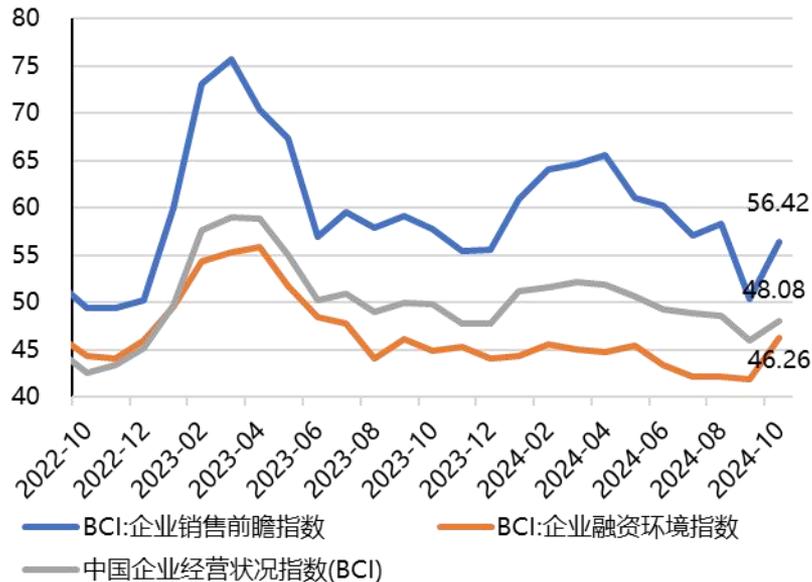
5.1 资产负债表受损下微观主体的预期与信心不足

» 从微观主体来看，居民对于未来就业和收入的预期偏弱，企业对于销售和利润的预期尚未得到根本改观，远洋捕捞等也影响部分微观主体信心

消费者有所改善，但整体处于历史低位



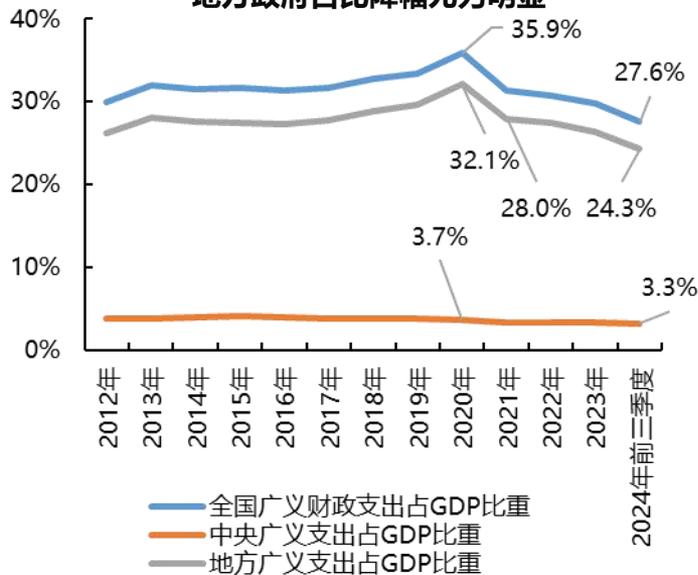
企业销售前瞻指数与融资指数虽然有所回升，但仍处于较低水平



5.2 地方政府面临双向激励约束机制不足，行为模式发生转变，活力和积极性面临制约



近年来政府支出占GDP比重基本逐年下降
地方政府占比降幅尤为明显

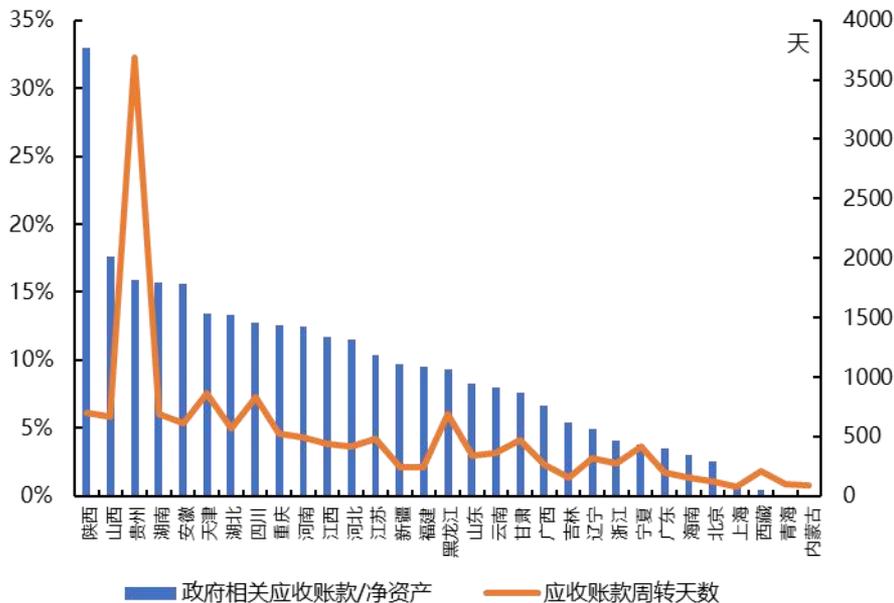


“要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事”——2024年中央经济工作会议

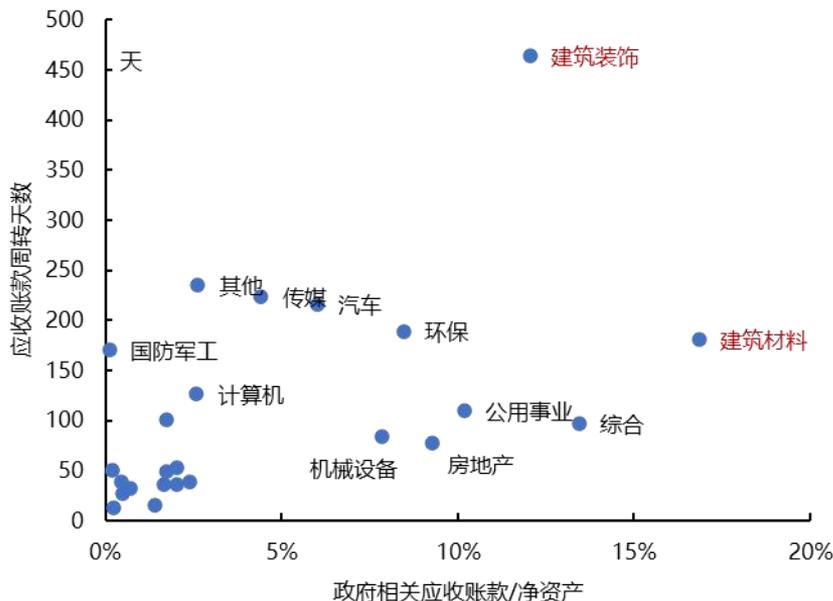
“然而，如果要提高政府效率，还需要进行另一种类型的放松管制。人们指责官僚机构对私营部门监管过度，但官僚机构本身其实就受到过度监管”——弗朗西斯·福山《一封给埃隆·马斯克的信》

5.3 政府拖欠款问题突出，估算规模或超4万亿，由此带来的资金循环不畅、政府信用受损等问题仍制约信心修复

中西部城投资金占用较为严重



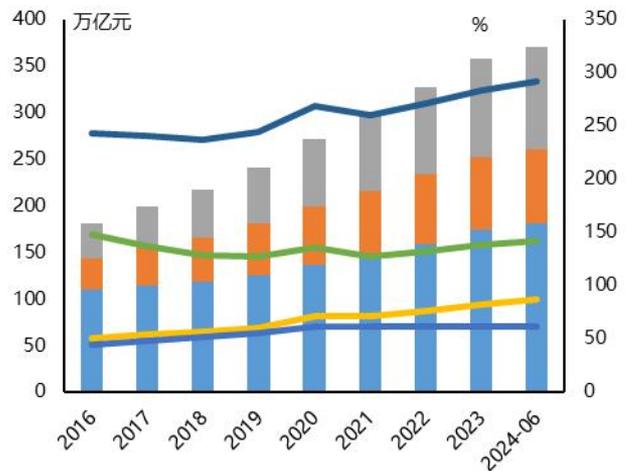
产业类企业中更需关注建筑相关行业资金占用问题



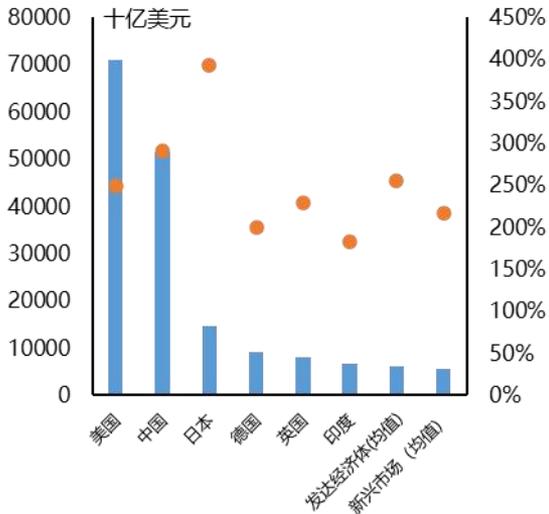
6. 客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键

6.1 当前中国宏观债务规模和杠杆率处于高位，但并不意味着会发生危机，整体风险可控，保持债务循环是关键

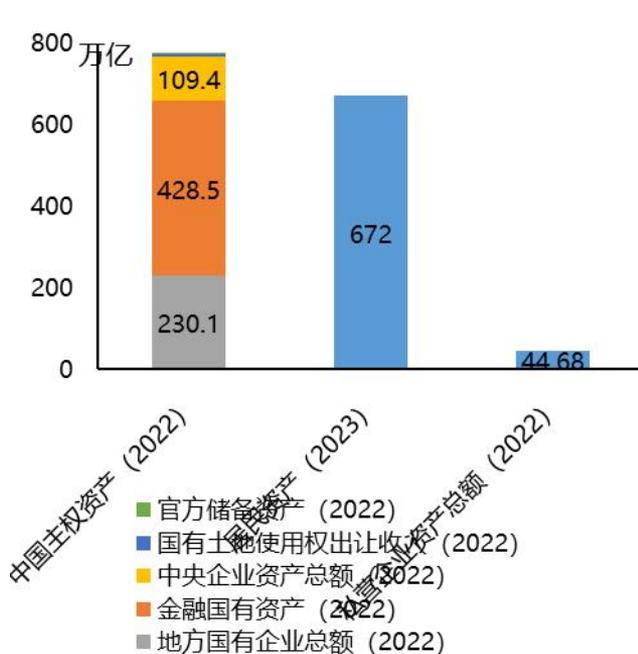
截至2024年6月，中国的债务总量达370万亿元，杠杆率达290% (BIS口径)



中国债务规模低于美国，杠杆率低于日本，与英国、美国水平相当 (BIS口径)

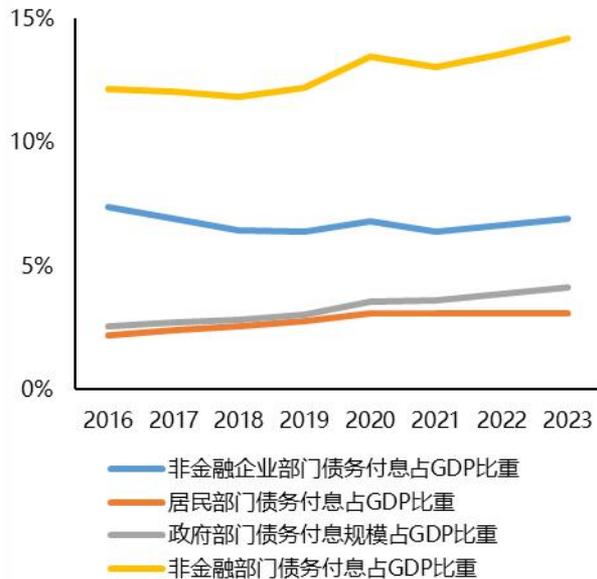


各部门积累的丰厚资产能够对债务增长提供保障

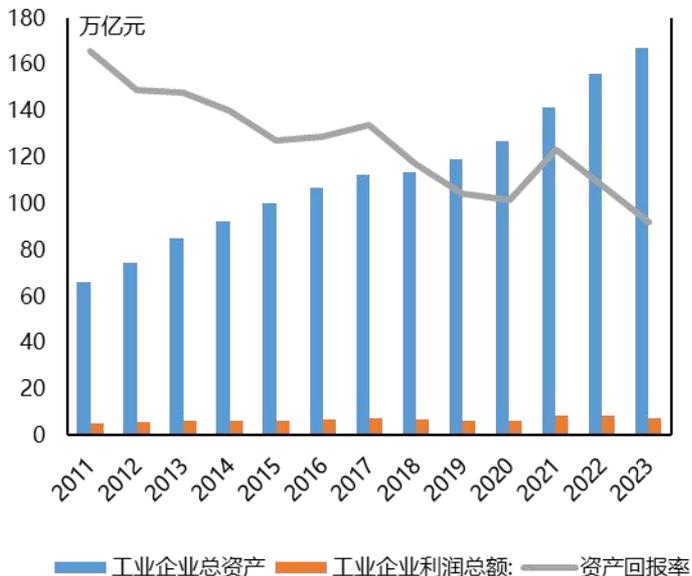


6.2 关注结构性付息压力，资产回报率下滑以及资产价格下行或加剧微观主体债务负担

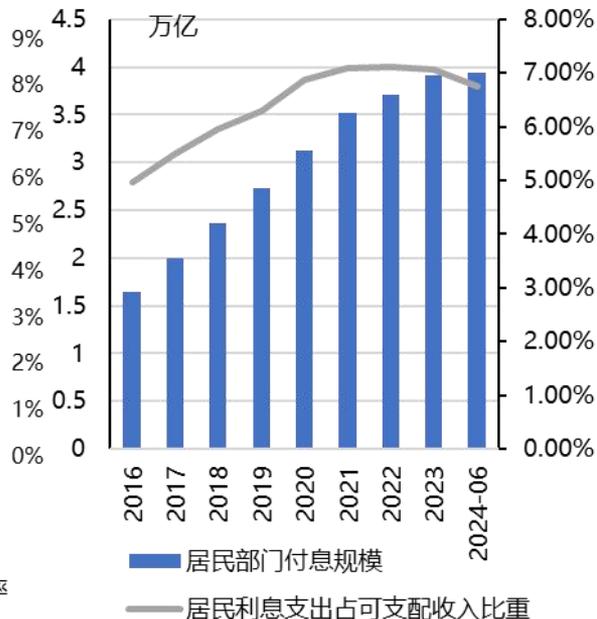
各部门付息额占GDP比重 (BIS口径)



工业企业资产回报率持续下行，
目前已处在较低水平



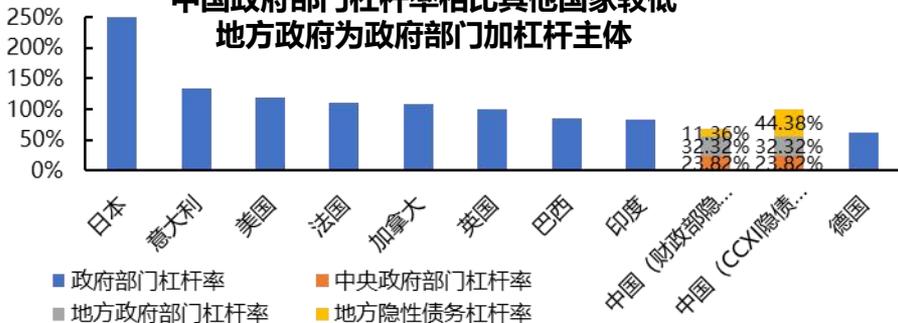
居民利息支出占可支配收入比
重仍偏高



6.3 政府部门债务风险整体可控，需关注结构性和流动性风险

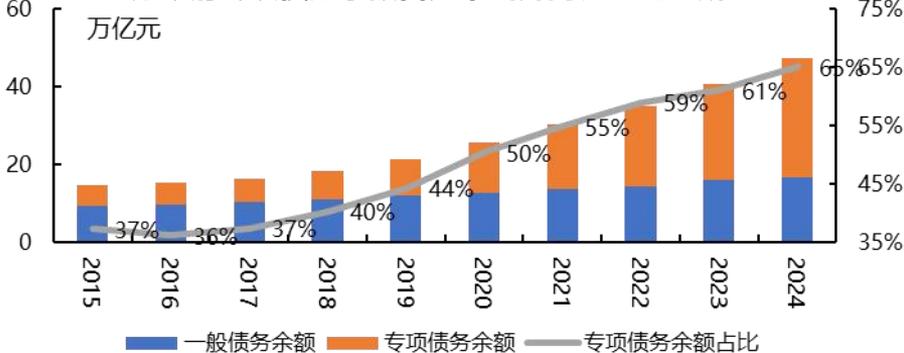
6.3.1 我国政府债务中地方占比高，大规模化债组合拳下地方债务的制约显著减轻，第二个2万亿已经启动

中国政府部门杠杆率相比其他国家较低
地方政府为政府部门加杠杆主体

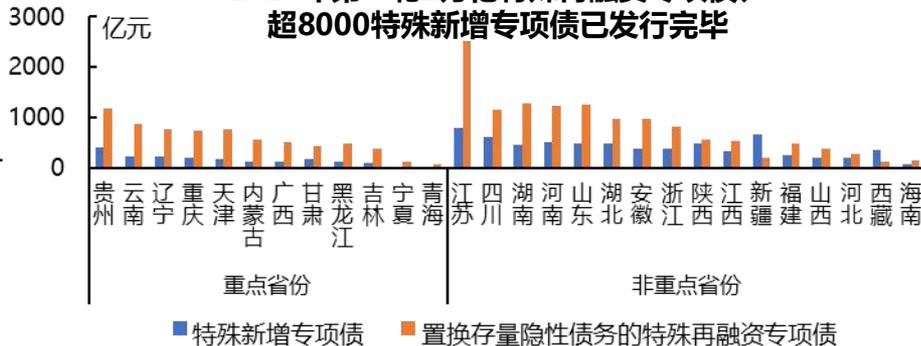


注：由于数据可得性，除中国外其他国家均使用2023年BIS政府部门杠杆率。

地方政府专项债务余额占比不断升高、已超六成



2024年第一轮2万亿特殊再融资专项债、超8000特殊新增专项债已发行完毕



置换政策“松绑减负”的效果已逐步显现，第二轮置换也已启动

1月10日国新办“中国经济高质量发展成效”系列发布会：

“各地置换债务平均成本普遍降低2个百分点以上，有的地方还超过2.5个百分点，还本付息的压力大幅度减轻。有的地方优先置换即将到期的公开市场债券和“非标”、涉众债务，区域金融环境显著改善。同时，置换政策的实施给地方腾挪出更多支持内需的空间，地方资金链条进一步畅通，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整，增强发展后劲。”

截至目前，山东青岛、湖北、天津、河南、北京、海南已公布第二批2万亿置换发行计划，规模合计逾千亿

6.3.2 大量经营性债务、付息压力仍需要关注，警惕“利息本金化”问题

估算城投有息债务付息或**超3万亿**
占地方广义财政收入比重或**接近20%**

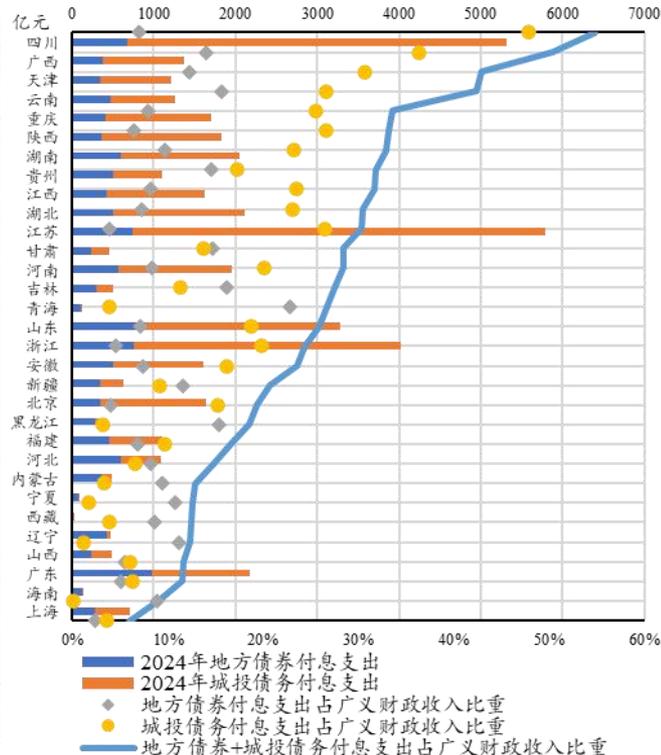
6+4+2
12万亿组合拳

VS.

50+万亿
城投有息债务

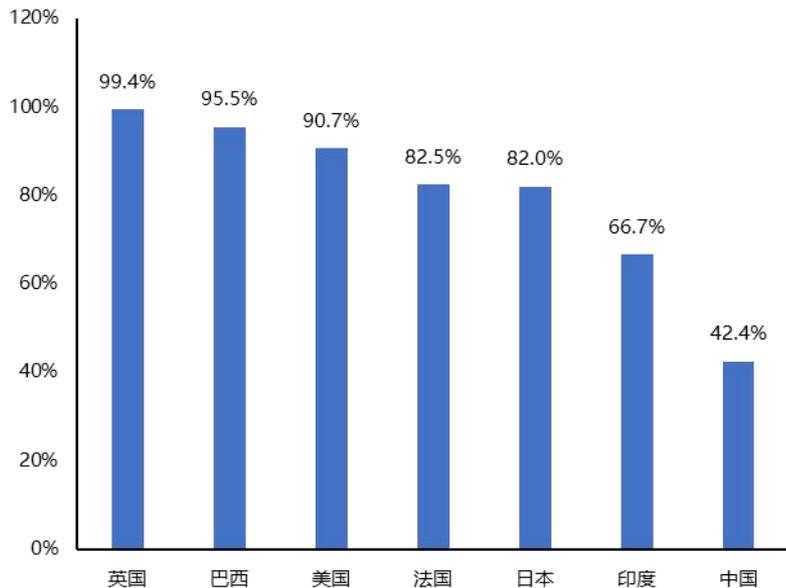
2024年估算	规模 (万亿)	占地方广义财政收入 比重 (不含转移 支付)	占GDP 比重	占社融 比重	占新增社 融比重
地方政府显性债务付息	1.34	7.13%	0.99%	0.33%	4.15%
城投有息债务付息	3.34	17.78%	2.48%	0.82%	10.35%
其中：城投债券付息	0.58	3.06%	0.43%	0.14%	1.78%
地方债券到期规模*还本 比例	2.66	14.18%	1.97%	0.65%	8.26%
城投债券到期规模*还本 比例	3.45	18.35%	2.56%	0.84%	10.69%
①地方债务付息 (显性债务+城投有息债 务)	4.68	24.91%	3.47%	1.15%	14.50%
②地方债务还本 (地方债券+城投债券)	6.11	32.53%	4.53%	1.50%	18.94%
③地方债务还本付息(① +②)	10.79	57.44%	8.00%	2.64%	33.45%

2024年或有**21省 (近七成)** 地方广义债
务付息支出占广义财政收入**超过20%**



6.3.3 加大央进的力度，同时推动地方债务可持续本轮化债之后仍需关注三个深层次问题

我国中央政府仍有较大加杠杆空间，建议以中央加杠杆支持建设与化债



■ 中央债务占政府部门债务比重

地方化债三个深层次问题待理顺



央地关系待进一步理顺，地方财政持续承压

央地关系待理顺，地方考核目标多元化下事权增加

宏观效率走低，转移支付等增量资金支持效率不高



双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约

多元化考评机制下负向约束性增强

正向激励机制相对不足



“债务-资产”转化受限，重点关注效率问题

政府支出效率不高，地方政府专项债、城投企业、地方国企等均偏低

处理好
五个关系

央地关系

短期目标与中长期发展的关系

经济增长、债务与财政可持续的关系

债务管理与融资平台转型的关系

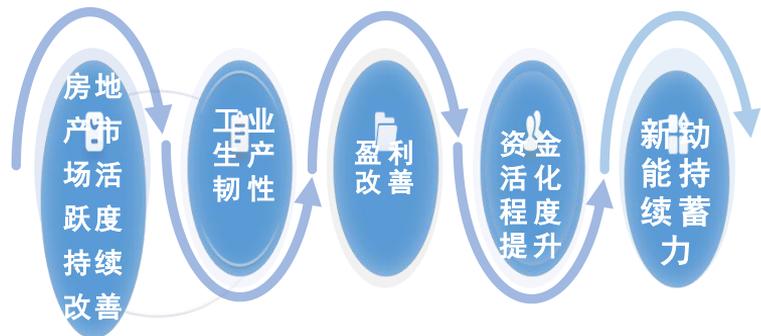
政府与市场关系

目 录

- 一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济
- 二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键
- 三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望
- 四、实现2025年经济增长目标的政策建议

■ 尽管中国经济面临一些挑战，但经济运行的积极因素在增多，支撑2025年中国经济增速达到5%左右

积极因素



基础稳

拥有巨大的经济体量、市场容量和产业配套能力，内部经济和外向经济可实现良性互动的双循环

优势多

规模优势、市场优势、人才优势、创新优势、制度优势

韧性强

产业体系完备，经营主体类型多样，适应环境变化和经济波动的能力强

潜能大

作为发展中国家，存在发展不平衡、不充分，因此拥有更大发展空间的潜力和动力

消极因素

01

地缘风险持续抬升，出口的扰动或将凸显

02

微观主体的信心仍待进一步提振，地方部门则面临双向激励约束机制不足

03

供需失衡下部分行业产能利用率走低

04

经济运行的效率有所走低

05

新旧动能转换并非一蹴而就

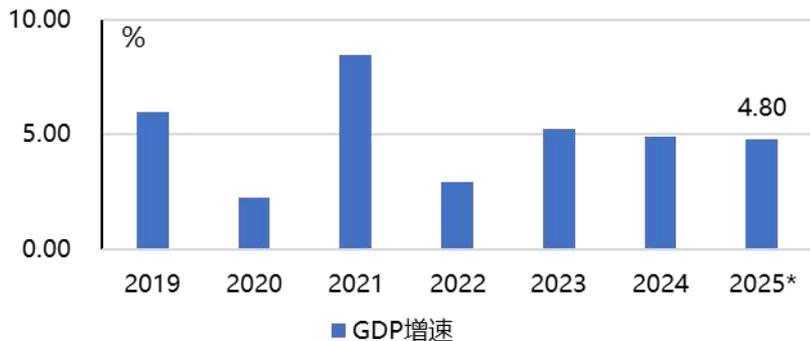
06

化债中出现了宏观收缩效应，局部风险仍在释放

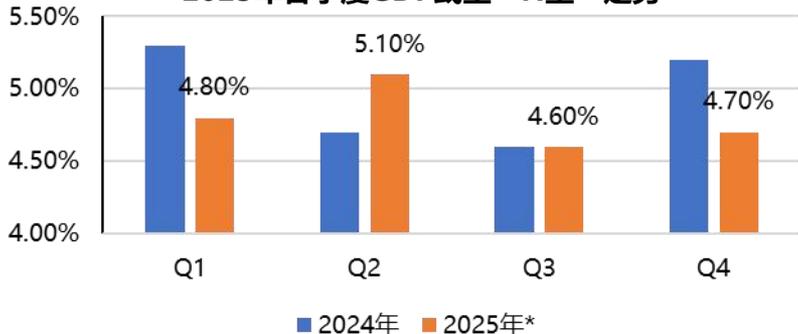
■ 2025年经济增速有望达到4.8%左右，全年经济走势或呈“N型”

- » 基准情形下，2025年经济增速在4.8%左右；参考趋势分解法，经济走势或呈现先高后低再高的“N型”走势，四个季度增速或分别为：4.8%、5.1%、4.6%、4.7%
- 目前18个省份已披露2025年GDP增速目标，均在5%以上

基准情形下，2025年经济增速在4.8%左右

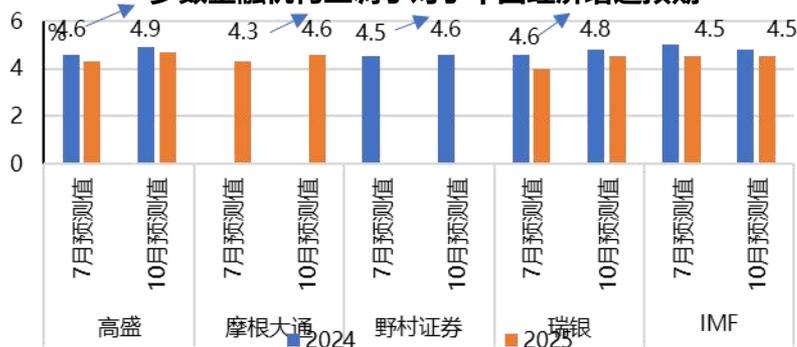


2025年各季度GDP或呈“N型”走势



省份	GDP增速目标	省份	GDP增速目标
福建	5.0-5.5	北京	5
广西	5	甘肃	5.5
海南	3.5	广东	5
河北	5	湖北	6
黑龙江	5	吉林	5.5
湖南	5.5	江西	5
浙江	5.5	辽宁	5
内蒙古	6	山西	5
上海	5	天津	5.5

多数金融机构上调了对于中国经济增速预期

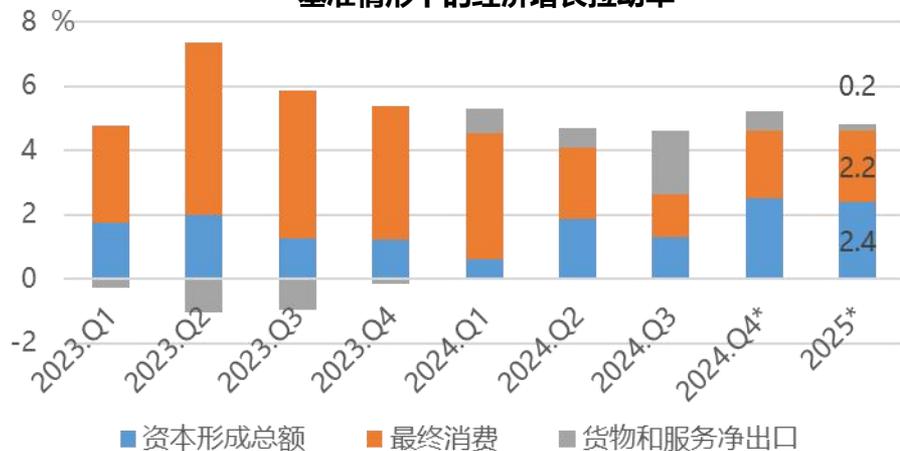


一 基准情形下2025年经济增速在4.8%左右

» 基准情形的假设：

- 特朗普对华加征关税，但节奏偏慢、力度有限，中欧贸易关系得到一定改善；
- 一揽子增量政策效果持续显现，2025年两会将进一步增量政策出台；
- 化债对于经济增长的约束改善，房地产销售保持回暖趋势；
- 各部门资产负债表延续修复。

基准情形下的经济增长拉动率



基准情形下的主要经济指标预期增速

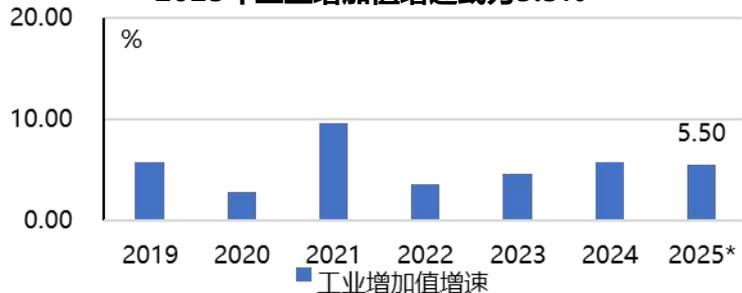
	2024Q3	2024	2025*
工业增加值	5.8	5.8	5.5
服务业生产指数	4.9	5.0	4.8
固定资产投资	3.4	3.2	4.0
制造业	9.2	9.2	8.0
房地产	-10.1	-10.6	-8.0
基建：不含电力	4.1	4.4	10.0
基建：含电力	9.26	9.2	10.0
社零额	3.3	3.5	5.0
出口	4.3	5.8	1.0

■ 主要经济指标支撑4.8%左右的经济增速实现

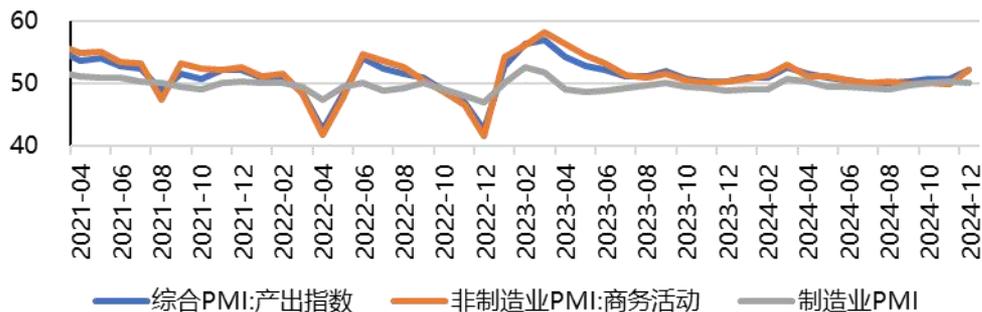
1、从供给端来看，工业和服务业生产仍将保持韧性

- » 考虑到明年稳增长政策力度加大、“两新”“两重”政策效应持续释放、工业企业利润边际好转等因素，预计2025年工业增加值增长5.5%左右
- » 考虑到服务业业务活动预期指数持续抬升，明年服务消费或有所改善，2025年服务业生产指数同比增长4.8%

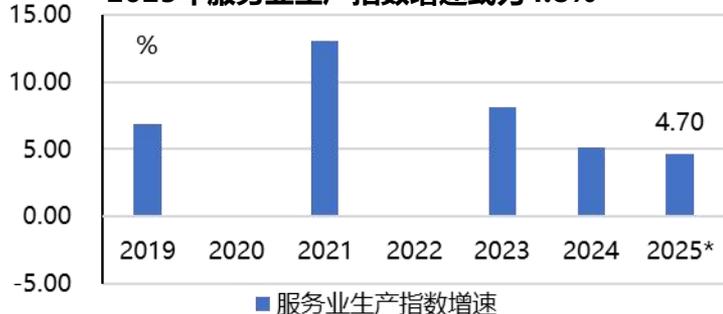
2025年工业增加值增速或为5.5%



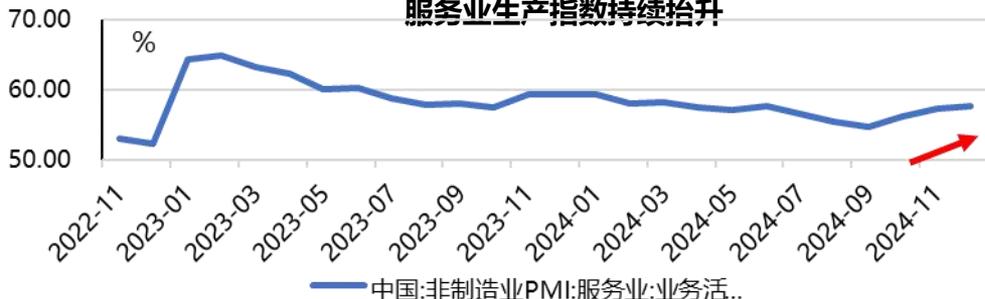
9月以来制造业PMI重回扩张区间



2025年服务业生产指数增速或为4.8%



服务业生产指数持续抬升

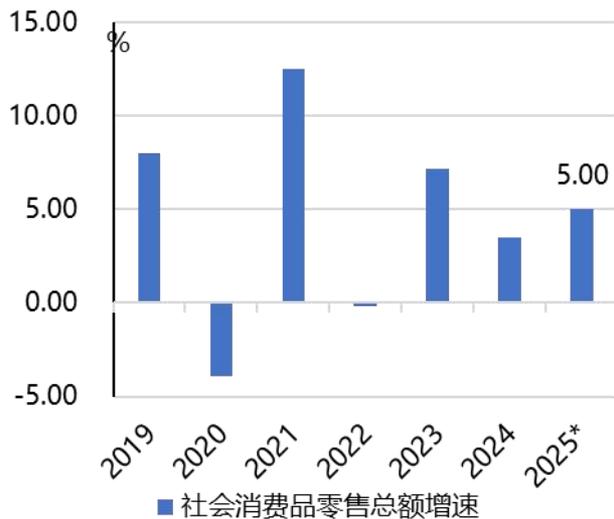


2、从需求端来看，消费或成为明年经济修复的胜负手

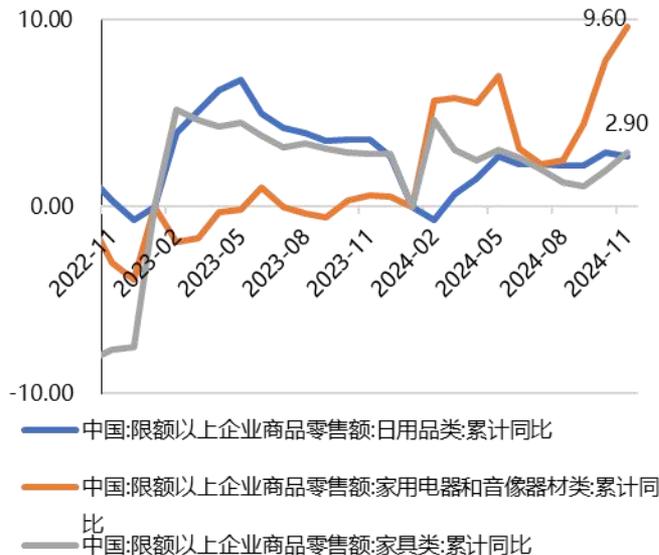
— 政策支持下消费或延续回暖趋势，增速有望达5%左右

» “大力提振消费”被放在明年经济工作重点任务的首位，促消费成为扩内需的主要抓手。积极政策推动下消费或回暖，预计2025年社零额增长或在5%左右

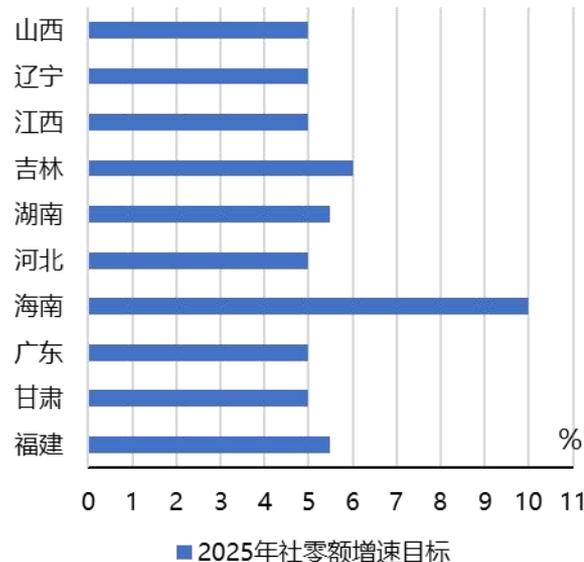
2025年社会零售额增速或为5%



“以旧换新”相关的家电消费较快增长带动社零额边际回升



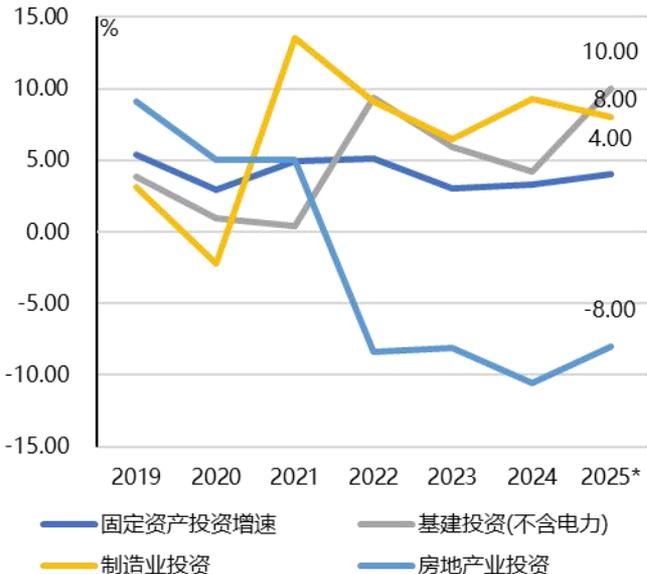
2025年已公布社零额增速目标的10省份增速均在5%以上



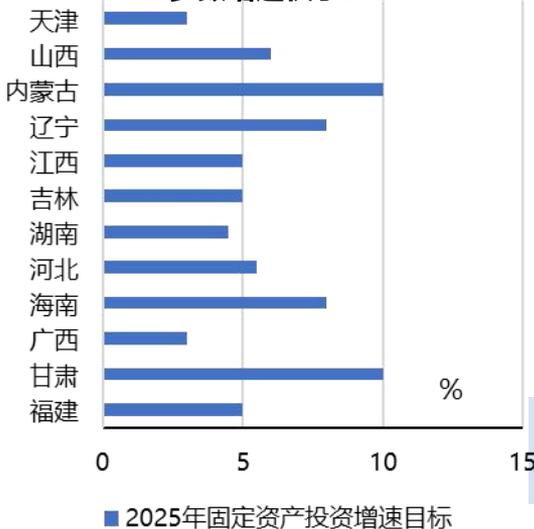
一 投资需求或好于去年，增速有望回升至4%以上

» 考虑到设备更新周期较短、外需不确定性上升，明年制造业投资增速或小幅下滑至8%；销售端的改善传导至投资端一般滞后半年左右，在“严控增量”要求下房地产投资低位运行或将持续一段时间，但对整体投资的拖累或有所下降，预计在-8%左右；伴随加大力度推进“两新”“两重”、提升财政赤字率、增发特别国债与扩大专项债发行规模等积极政策落地，明年基建投资增速有望回升至10%以上。

2025年固定资产投资增速或为4%



2025年已公布固定资产投资增速目标省份中，多数增速快于5%



两重

国家重大战略实施和重点领域安全能力建设

- 科技研发
- 绿色智能数字基础设施
- 农村转移人口市民化配套的就业、教育、医疗、住房、养老等公共保障体系
- 高标准农田建设
- 绿色产业体系
- 能源原材料重点领域

两新

大规模设备更新和消费品以旧换新

- 重点行业设备更新改造
- 建筑和市政基础设施领域设备更新
- 交通运输设备和老旧农业机械更新
- 汽车以旧换
- 家电产品以旧换新
- 家装消费品换新
-

十四五规划

新质生产力建设

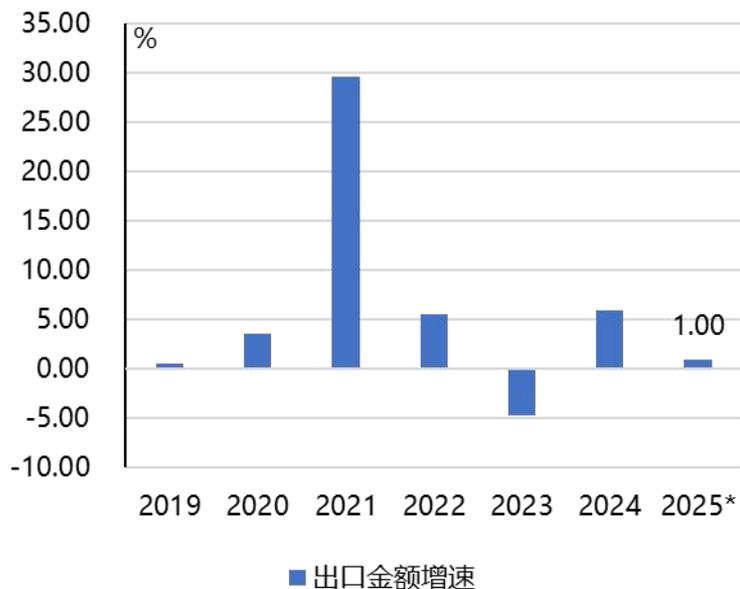
现代产业体系建设

.....

— 外需不确定性上升，预计出口增速在1%左右

» 2025年外需不确定性上升，出口（以美元计）增速大概率回落，预计在1%左右

2025年出口金额增速或为1%



美国贸易壁垒对中国出口和GDP的潜在影响测算

潜在贸易壁垒	对出口影响 (非穿透式制裁)	对出口影响 (穿透制裁)	对GDP拖累 (非穿透 制裁)	对GDP拖累 (穿透制 裁)
对中国进口商品加征60%的关税	-5.1%	-7.9%	-1.1%	-1.7%
对中国进口商品加征50%的关税	-3.8%	-6%	-0.8%	-1.3%
对中国进口商品加征40%的关税	-2.6%	-4%	-0.6%	-0.9
取消中国的最惠国待遇			-0.5%	

目 录

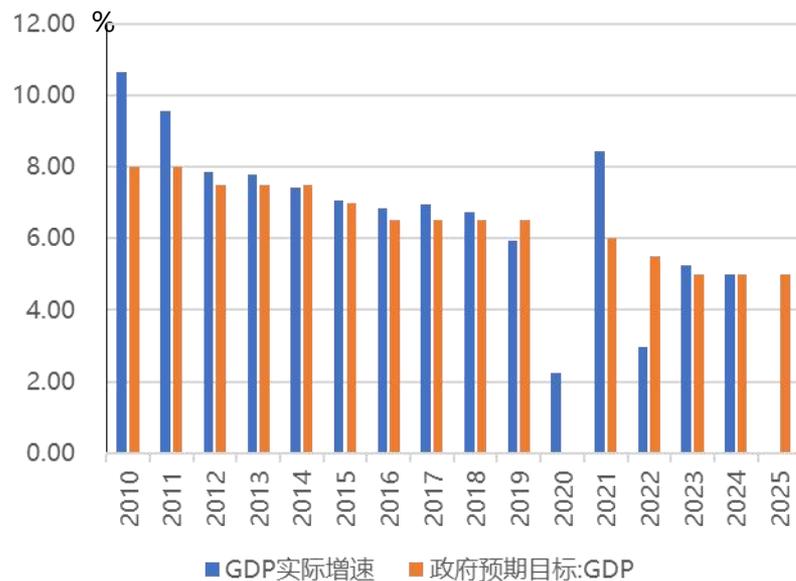
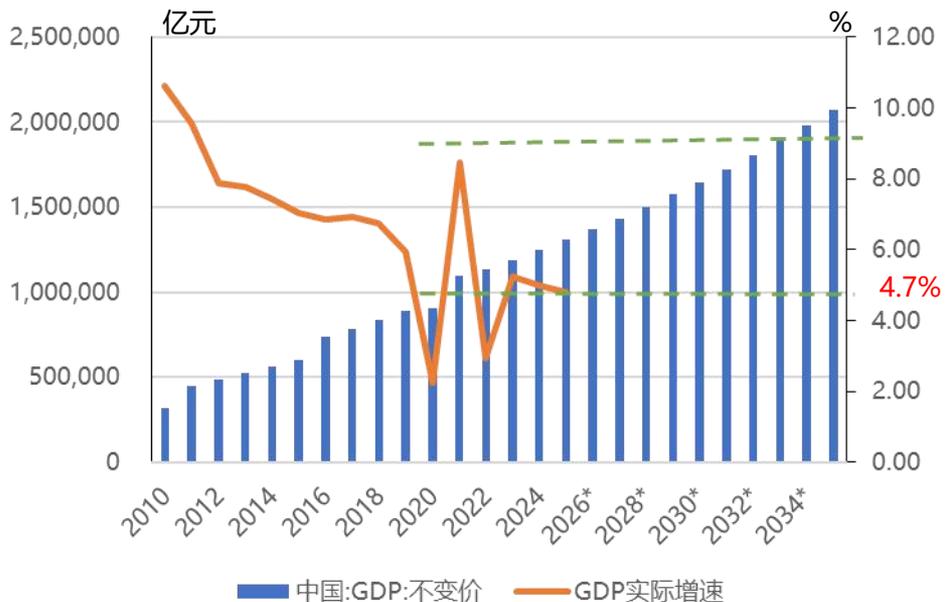
- 一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济
- 二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键
- 三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望
- 四、实现2025年经济增长目标的政策建议

1. 建议将2025年经济增长目标设置在5%左右，并将名义增速纳入预期目标

- » 2025年是“十四五”的收官之年，对经济增长存在一定诉求，希望高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
- » 为实现十四五规划中提出的，2035年经济总量与人均收入翻一番目标，需要2024年至2035年间的年均实际GDP增速达到4.7%左右

**为实现2035年经济总量与人均收入翻一番目标（较2020年）
2024年至2035年间的年均实际GDP增速需达到4.7%左右**

**2025年保持5%左右经济增长目标有助于提振市场信心，
建议将名义增速纳入预期目标**



2. 把握宏观政策“时、度、效”，强化系统思维、放大政策效应

» 在当前2025开局之时如何在往年的政策空窗期加快布局，打好全年经济修复的基础，夯实9月底以来的政策成果，进一步提振大家的信心和预期，对于在当前形势下切实推动中国经济稳中求进是非常关键的问题。实现2025年经济增长目标需要保持宏观政策一致性，通过超常规、更积极的宏观政策加强逆周期调节，打破经济基本面的低迷。

以房地产政策为例：



9.24央行宣布房产增量政策，随后9月底10月初政策全部落地

10.12财政部宣布允许专项债券用于土地储备、及时优化完善相关税收政策等，随即在11月住房交易税费进行了调降

10.17住建部、财政部等五部委宣布房地产“组合拳”



“趁热打铁”

长期稳健回升还需要政策进一步呵护，继续出台增量政策筑牢行业回稳的基础



以化债政策为例：

7.30政治局会议表示要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解城投债务风险

10.08发改委表示加力支持地方开展债务置换

10.12财政部宣布拟一次性增加开展大规模债务置换

11.04人大常委会审议通过增加地方政府债务限额置换存量隐债

11.08人大常委会公布近年力度最大化债政策，“6+4+2”化债方案出台



“力度最大”

近年来最大力度的化债政策，将有力推动地方债务化解，缓解地方刚性化债压力



“加强经济政策与非经济政策的一致性”

稳定社会预期，提升政策效能

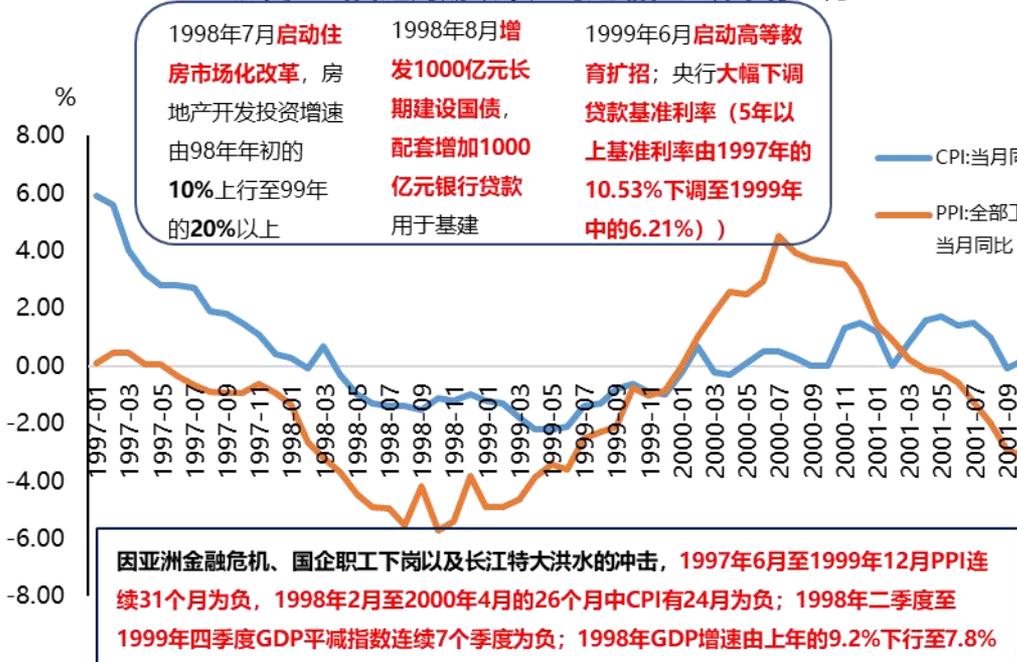


3. 宏观经济政策形成合力，加强超常规逆周期调节

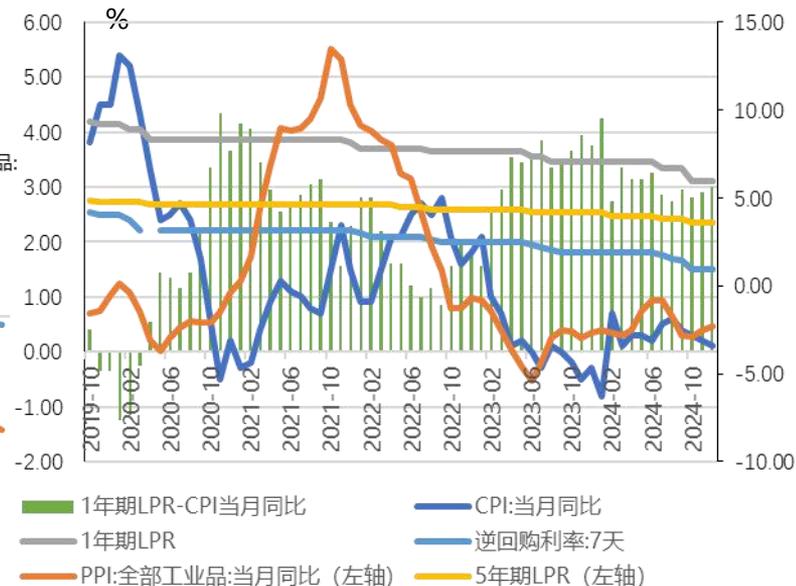
3.1 货币政策适度宽松，降准降息仍有空间

» 为了应对通缩压力，1997年10月至1999年6月，贷款基准利率累计下调幅度为432BP；2020年以来，5年及1年期贷款报价利率LPR累计下调幅度分别为120BP与105BP，7天逆回购利率累计下调100BP；在价格水平偏低的条件下，实际利率依然偏高，**预计明年仍有1-2次降准、2次降息**

历史上出台逆周期政策应对通缩和经济下行压力



2020年以来，5年、1年LPR分别累计下调120BP、105BP，7天逆回购利率累计下调100BP，LPR与CPI差值高位运行



一 货币政策在经济需求侧仍有发力的必要和空间

» 日本在1990年代经济陷入通缩时，货币政策主要侧重于供给端，比如为企业持续生产提供大规模补贴贷款，但实际效果不佳；借鉴其经验，当前我国的货币政策应当在扩消费、稳购房以及促投资等需求侧领域进一步加大调节力度

90年代日本货币政策供给端发力应对通缩效果不佳 当前我国货币需在需求侧加大调节力度

	供给端		需求端
日本 (1992-1995)	约12万亿日元 (占GDP约2.4%)	>	约9.3万亿日元 (占GDP约1.9%)
	含：补贴贷款约11万亿 减税约0.2万亿 产业政策，如信息通信等约0.7万亿		含：减税约5.8万亿 住房补贴贷款约3.5万亿
中国 (2020-至今)	约7.4万亿元 (占GDP约6.2%)	>	约0.7万亿元 (占GDP约0.6%)
	含：结构性货币政策工具约4.2万亿 财税减免等约4.6万亿 产业政策，如新能源车等约0.6万亿		含：信贷优惠等约0.5万亿 消费品以旧换新等约0.2万亿

货币政策应在扩消费、稳购房及促投资等方面进一步发力



3.2 财政政策更加积极有为，总量和结构效率同样重要，应从建设型财政向民生型财政转变

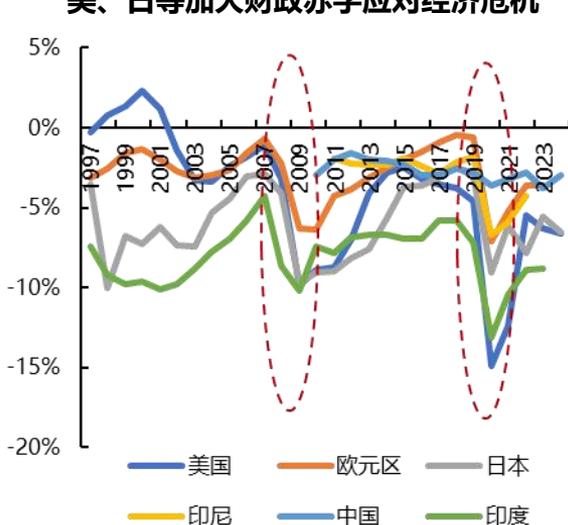
3.2.1 总量发力是稳增长、提信心的关键，把握好10+万亿政府加杠杆空间、6万亿左右中央加杠杆空间

1.10国新办“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会：

实施**更加积极的财政政策**，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”

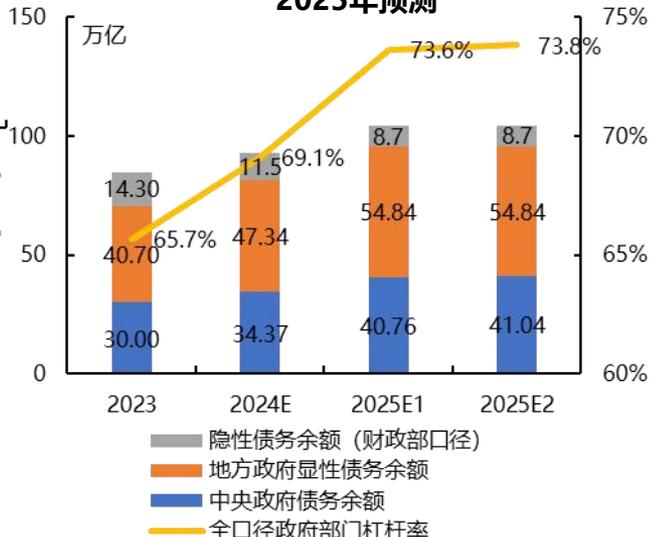
更加积极的财政政策未来可期，主要体现在**“力度、效率、时机”**3个方面

3%赤字率不应是硬约束 美、日等加大财政赤字应对经济危机



注：欧元区、印度、美国2008年之前为实际赤字，其余为预算赤字，日本为IMF预测赤字率，其余为预算赤字率

我国政府部门债务结构及杠杆率 2025年预测



注：因地方自行化解隐性债务进度不一、较难估算，2024年及2025年隐性债务按照每年扣除2.8万亿置换进行估算

2025年预算赤字率按4%估算 (2025年名义GDP增速按5%)

类别	规模 (万亿)	用途/备注
地方赤字规模	1	地方新增一般债
中央赤字规模	4.67	普通国债
狭义赤字规模	5.67	/
地方专项债规模	4.5	新增专项债，较2024年上升，基建+化债+地产
	2	置换存量隐债
特别国债规模	1	继续用于两重、两新等
	1	补充国有大行资本金
广义赤字规模	14.17	/
其中：中央广义赤字	6.67	/
地方广义赤字	7.5	/
2025年底政府债务总规模 (不含隐性债务)	104.58	/
政府债务增量：	14.17	/
2025年底政府部门杠杆率 (显性债务)	67.68%	
2025年底政府部门杠杆率 (含财政部隐性债务)	73.83%	/
其中：中央杠杆率	28.97%	/
地方杠杆率	44.86%	/

3.2.2 优化财政支出方向，从“投资为主”到“投资消费并重”，从建设型财政向民生型财政转变

- 724政治局会议：经济政策的着力点要更多转向**惠民生、促消费**
- 926政治局会议：**要把促消费和惠民生结合起来**
- 10月18日金融街论坛年会：央行行长表示“宏观经济政策的作用方向应从过去的更多偏向投资，**转向消费与投资并重，并更加重视消费**”

投资为主



投资消费并重

砖头



人头

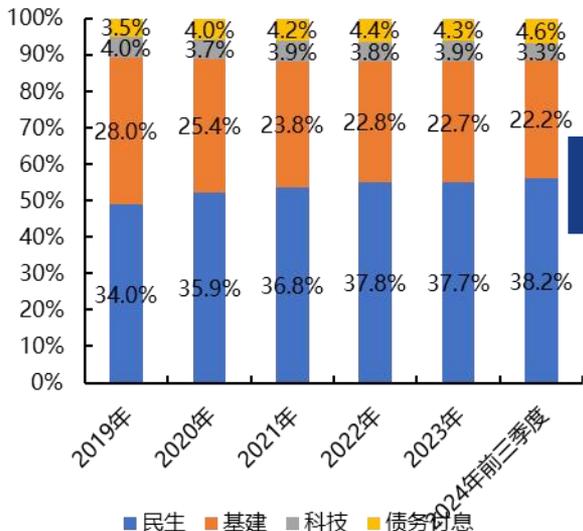
建设型财政



民生型财政

广义基建仍有较大空间，重点领域仍需加大支持，如“两重”、新基建、新型城镇化等
以数字经济为代表的新基建领域有较大发展空间
我国城镇化水平距离发达国家仍有差距、基建仍有空间

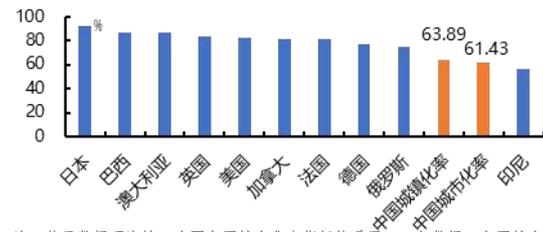
民生、基建是重要支出方向，但债务付息支出占比逐步上升，对于地方流动性、支出的经济效应及社会效应均有削弱



优化结构
提高效率
重视效应

	中国	美国
数字经济规模	7.5万亿美元	17.2万亿美元
算力规模占全球算力比重	31%	36%
大数据模型数量	71	82
AI领域独角兽企业数量	108	131
数字化转型支出占全球比重	16.80%	35.80%

注：AI领域独角兽企业数据截至2023年6月，其余数据均截至2022年底



注：基于数据可比性，右图各国城市化率指标均采用2020年数据；各国城市化率数据均来自联合国，中国城镇化率数据来自统计局。

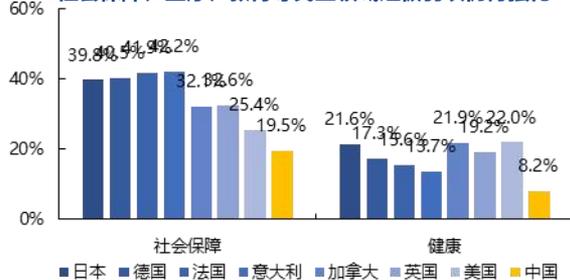
宏观效率走弱的背景下需更加重视**社会效应**，将政策重心逐步转向消费

主要经济体大多采取了向居民直接派发现金的政策促消费



■ 2020年当年部分国家/地区向个人派发现金的GDP占比

社会保障、医疗、教育等民生领域短板弱项仍待强化



注：按社保与健康合计支出排序；由于财政支出结构调整频率较低，各国采用最新年度数据，法国、意大利为2021年，美国为2020年，其他为2022年。

3.2.3 地方政府债券逐步放宽专项债投向及资本金限制，赋予地方自主权

广义基建仍有空间，继续拓宽并优化**专项债**投向结构
进一步赋予地方**自主权**，逐步放开投向及资本金领域限制

【投向领域】

“负面清单”管理：

除无收益项目、楼堂馆所、形象工程等**5类领域之外的其他一切项目**

【资本金领域】

“正面清单”管理：

22个细分行业



二十届三中全会：

- 健全政府投资有效带动社会投资体制机制
- 合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例

10.12财政部新闻发布会：

- 允许专项债用于土储、收购存量商品房作保障房
- 允许专项债偿还存量项目债务

12.25国办优化完善专项债管理机制的意见：

- 专项债投向领域“负面清单”管理
- 扩大专项债作资本金范围
- 开展专项债项目“自审自发”试点……



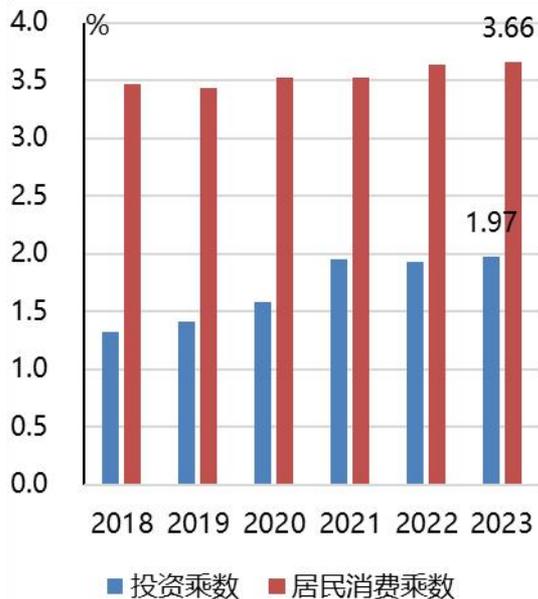
专项债投向：结合实际情况动态优化“负面清单”内容，**该放开的交给地方自主选择**

资本金领域：探索“负面清单”管理，**赋予地方决定权，由地方自主选择适宜领域或项目**

4. 大力提振消费，发挥内需对经济增长的带动作用

4.1 通过现金补贴或发行数字货币帮助居民部门修复资产负债表

当前消费乘数高于投资乘数，促进消费对经济提振作用更强



美国2020-2021年发放现金补贴占GDP比例7%，个人消费支撑美国经济修复与回暖



日本消费复苏受到第二轮现金补贴的拉动

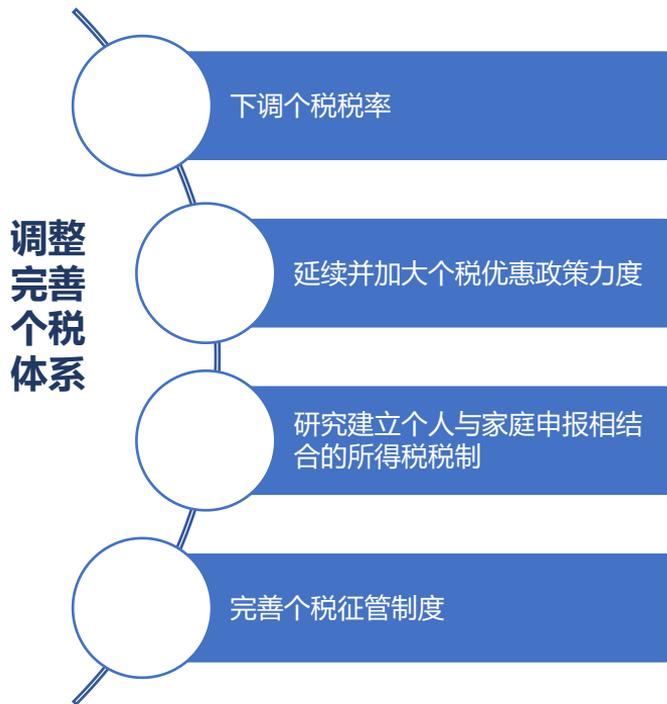


不同补贴形式下的拉动乘数与GDP撬动

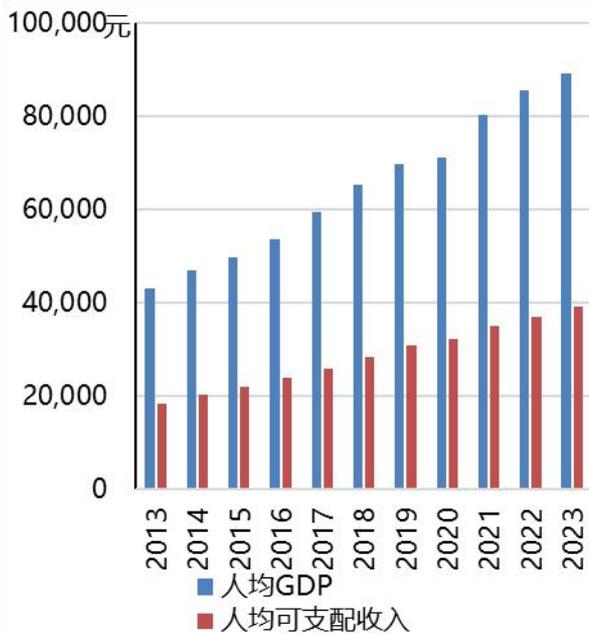
补贴形式, 每单位补贴 (注: 最后一行为规模)	撬动的新增消费 (直接乘数)	撬动的新增GDP (间接乘数)
折扣类消费券	0.5	1.8
全民普发现金	1.2	4.3
针对低收入发现金	1.3	4.7
现金类或数字货币补贴, 限定时效	1.5	5.4
针对低保人群发放1000亿现金类或数字货币补贴, 限定时效	1500亿	5400亿

4.2 长短期举措相结合，多渠道增强居民消费能力

- » 消费本质上是收入与收入预期的函数，振消费最重要的是增加居民收入、稳定预期，短期可通过现金补贴，中期可通过调整完善个税体系，提升中等收入群体消费能力与意愿；长期要促进居民收入增长和经济增长同步，尤其是要提升居民可支配收入，提高初次分配占比



当前人均可支配收入占人均GDP的44%，仍有较大提升空间



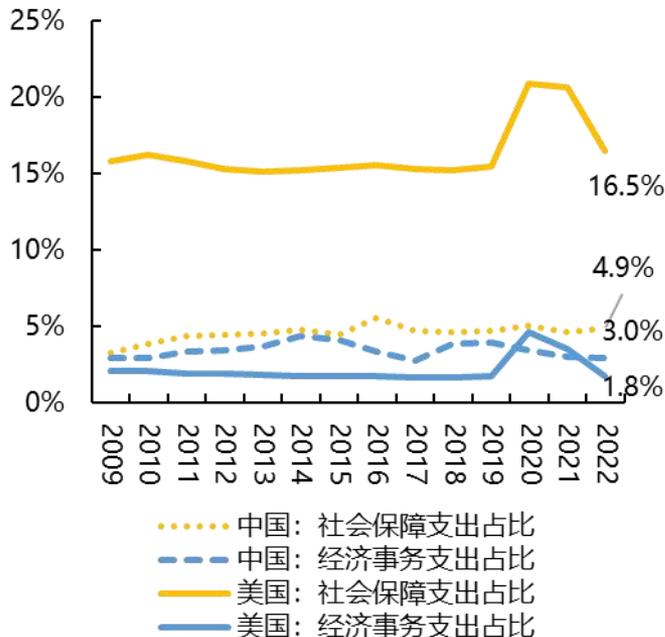
我国居民部门的初次收入分配占比偏低

	居民	非金融企业	金融企业	政府部门
中国 (2020)	62.04	22.46	4.43	11.08
美国 (2021)	89.59	11.74	2.67	4.99
英国 (2021)	75.69	12.86	2.12	9.34
德国 (2021)	71.63	17.93	0.87	9.57
巴西 (2020)	67.71	14.46	3.84	13.99
法国 (2021)	66.99	16.32	1.29	15.41

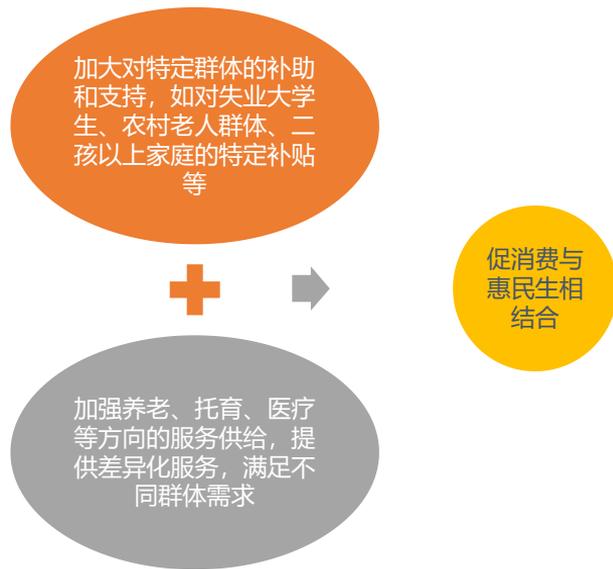
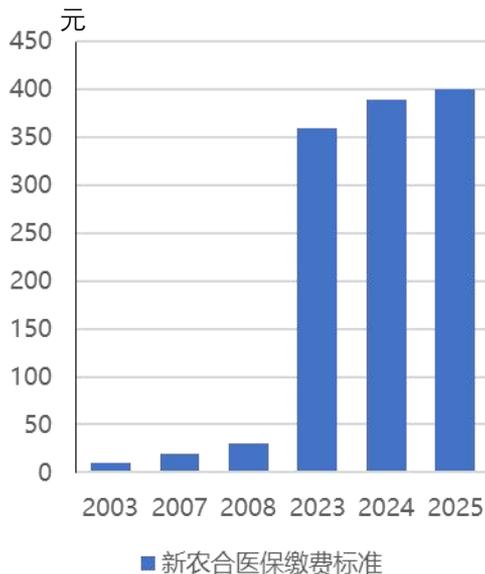
4.3 进一步强化社会保障体系建设，为消费增长消除“后顾之忧”

- » 将短期促消费与惠民生相结合，重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶，发行超长期国债加大惠民生财政补贴力度
- » 推动中期社会保障体系改革，着重解决民生领域的医疗、教育、养老、托幼等短板问题，解决居民后顾之忧，提高消费意愿

我国财政支出中社会保障类支出比重偏低，在经济周期不同阶段缓冲居民消费需求的能力较弱



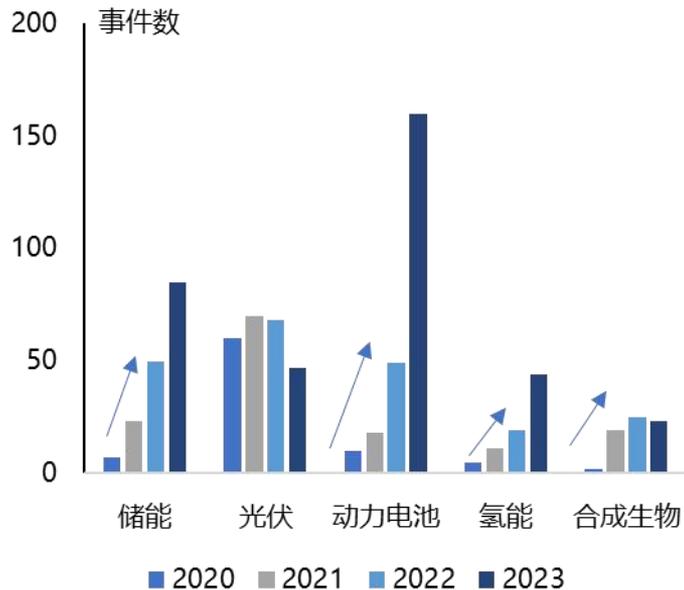
以新农合为例，农村医疗负担较重，社保体系还有很大提升空间



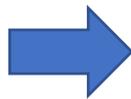
4.4 通过供给侧的创新进一步发挥“供给创造需求”的作用

- » 中国在疫后消费复苏的过程中主要以服务消费的恢复性增长为主，且消费市场低端产品过剩，没有充分发挥出创新型供给对于新增消费需求的辐射与带动作用，需要企业家通过创造性破坏形成新的供给与消费；与此同时，进一步放开服务业领域的准入限制

中国企业在新能源、合成生物等领域的投融资持续上升



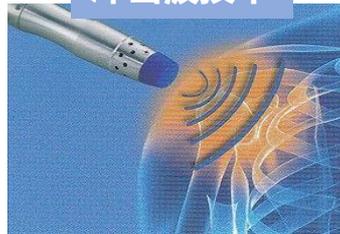
以供给创新释放
消费潜力



人形机器人



冲击波技术



高压氧舱



智能穿戴设备

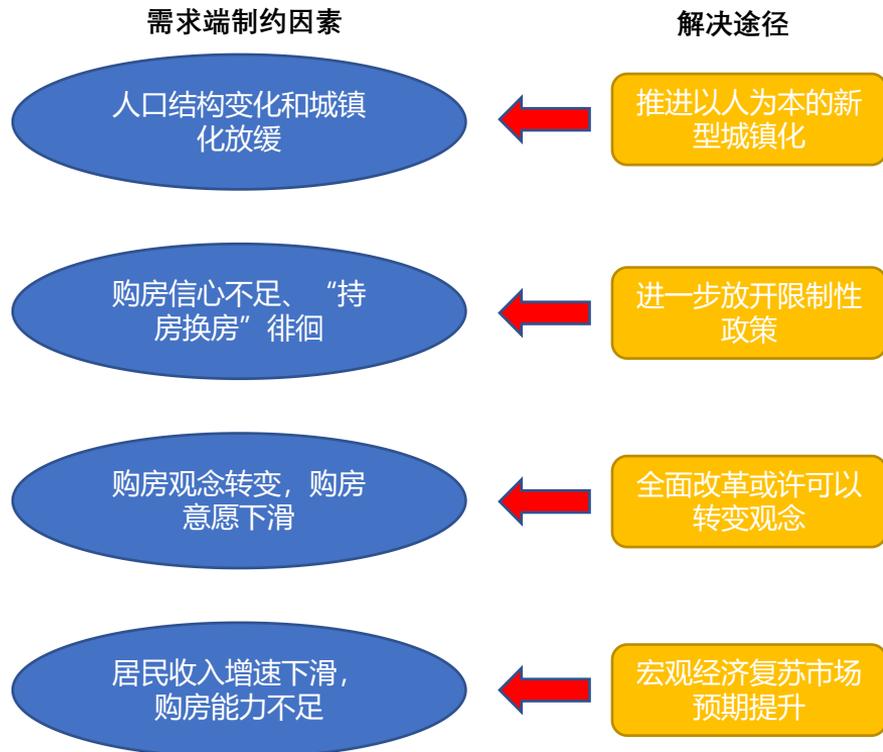


以**科技创新**为核心引领全面创新，推动科技成果转化应用，增加优质新型产品和服务等有效供给，满足多样化消费需求

■ 5.推进房地产、地方政府债务等重点领域风险化解

5.1 房地产：供需两端发力促进行业止跌回稳

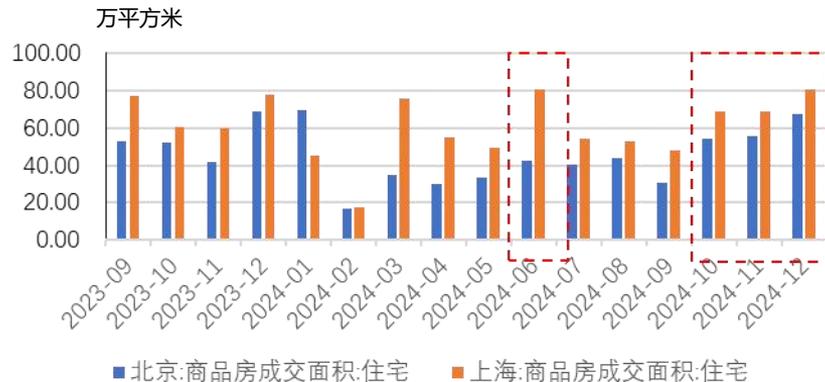
5.1.1 需求端：彻底取消限制性政策，加快推进以人为本的新型城镇化建设



以户籍人口衡量的城镇化仍有很大发展空间，支撑长期购房需求，建议进一步深化**户籍制度改革**，加强教育、医疗、养老、住房等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务

建议**全面取消限购限贷**、降低首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、降低交易税费等措施，加大对改善性住房需求的信贷支持、政策支持等

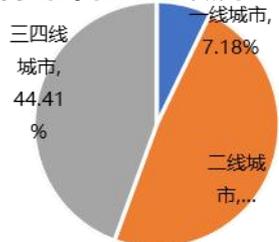
北京、上海放松需求端政策后，商品房成交量均有明显上升



5.1.2 供给端可由中央主导商品房收储，加快房地产去库存，优化土地供应制度

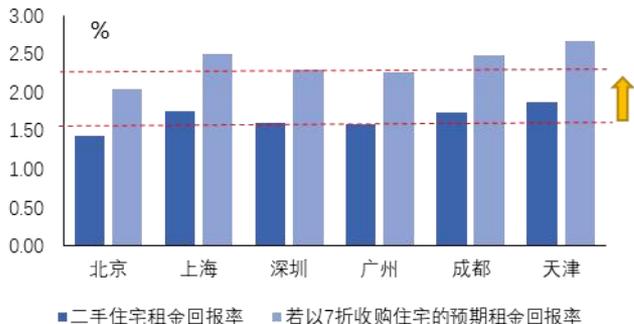
» 目前商品房收储面临结构性供需失衡、成本收益不匹配、双向激励机制不健全等难点，建议由中央主导商品房收储，地方用好用足保障性住房再贷款和专项债等支持政策，加快商品房去库存进

房地产去库存压力主要集中在二三四线城市，但保障性住房需求集中在一二线城市

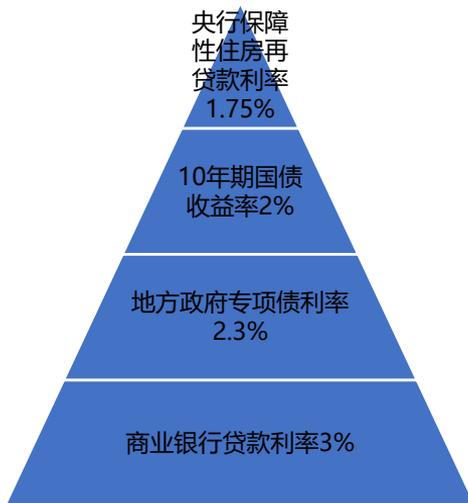


注：数据为2023年

大部分城市租金回报率不足2%，若以7折收购住宅则可将租金回报率均值提升至2.3%

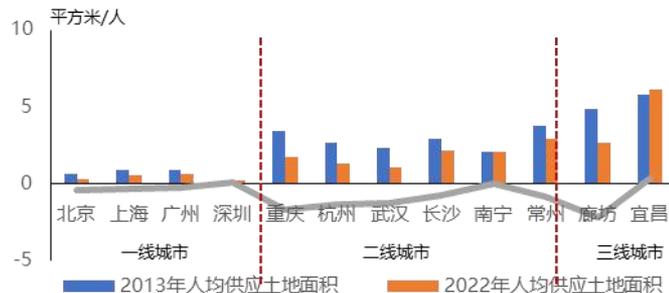


综合考虑成本与收益，建议由中央主导商品房收储



» 完善“人房地钱”挂钩政策，优化土地资源

配置，深化土地管理制度
一线城市人均供应土地面积明显小于三线城市



钱
地
人
房



土地供应：建议根据人口规模与流动方向、社保缴纳、产业分布情况以及存量与库存去化周期，前瞻性安排土地供应节奏与结构



盘活存量：建议推动集体地入市，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价，建立健全城乡统一的建设用地市场

5.2 继续推进地方债务化解，加快构建长效机制

5.2.1 短期内用好用足各类资源，调整优化现有政策，有序推进一揽子化债

对于纳入系统的**隐性债务**

财政化债（地方政府债置换）仍是首选方式

未来每年可按**实际需求动态调整**置换规模
优先短期内多安排置换额度，例如2-3-1，
抓紧提振信心、避免预期低迷长期化

类型	2024 (完成)	2025	2026	2027	2028	合计
用于隐债置换的特 殊再融资专项债	2	3	1	/	/	6
特殊新增专项债	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	4
合计	2.8	3.8	1.8	0.8	0.8	10

大幅**减轻地方流动性压力**，并且优化地方债务结构、降低付息成本

激发地方活力，**腾挪更多空间**用于经济转型发展的关键领域和民生领域补短板

推动解决“三角债”问题，对企业产生积极影响，
 尤其利好城投、建筑类等相关性较高的行业

对于融资平台**经营性债务**

稳妥推进金融化债，如银行贷款置换、央行SPV等

稳妥推进商业银行、政策行贷款置换

- ✓ **商业银行**：在不突破现有资本规模及监管指标前提下，最多可参与**6-10万亿**债务重组，大行牵头
- ✓ **政策行**：综合考虑长期可持续性发展、保本微利需求等，最多可参与**1.8万亿**债务置换

积极探索AMC参与地方债务化解

央行提供应急流动性贷款支持

有序推动城投企业转型化债

- ✓ **注入、挖掘优质资产，做大现金流用于化债**：城投企业数据资产入表（天津首笔数据知识产权质押贷款）、特许经营权出让（甘肃嘉峪关）等
- ✓ **整合平台吸收新融资用于化债**：①转型整合过程中获得优质资产划拨、股权注入，从而提升主体信用评级；②整合成立较高等级新企业作为融资主体

因地制宜探索其他化债方式

积极发挥地方国资作用

积极利用地方国企资源化债

- ① 通过国企改革、资产盘活等方式提高国企资产收益率与利润上缴比例，发挥股权财政作用
- ② 积极盘活存量资产，加大REITs力度
- ③ 合理划拨上市公司股权，通过分红、质押、减持等变现，缓解债务压力并提供增信

探索构建应急周转金机制

重点地区探索“统借统还”

存量化债政策调整优化

- 1. 动态优化“名单制”管理，融资约束政策从以省为单位调整至以地市级为单位**
- 2. 目前政策尚未覆盖债务利息部分，可适当放宽利息偿还政策，避免利息本金化等风险**
- 3. 建议化债政策更加透明化，稳定市场预期**

5.2.2 中长期看需处理好五个关系，加快构建债务长效机制

三个机制

地方债务长效机制

债务形成机制

- 深化财税体制改革，促进权责利匹配
- 完善激励约束机制
- 促进地方政府由生产型向服务型转变
- 推动新旧动能平稳转换
- 推动房地产软着陆与地方财政转型（建设财政转向民生财政）

债务治理机制

- 建立完善政府资产负债表
- 加快落实全口径债务治理
- 坚持控增化存、优化债务增量及结构等
- 推进融资平台市场化转型
- 强化政府治理能力建设（信息披露、风险预警、政绩考核等）

协调监管机制

- 压实多方监管责任
- 推动央地间、上下级联动监管
- 加强组织领导与政策协调

五个关系



5.3 加快清理政府拖欠款，积极运用财政金融资源，健全清欠长效机制

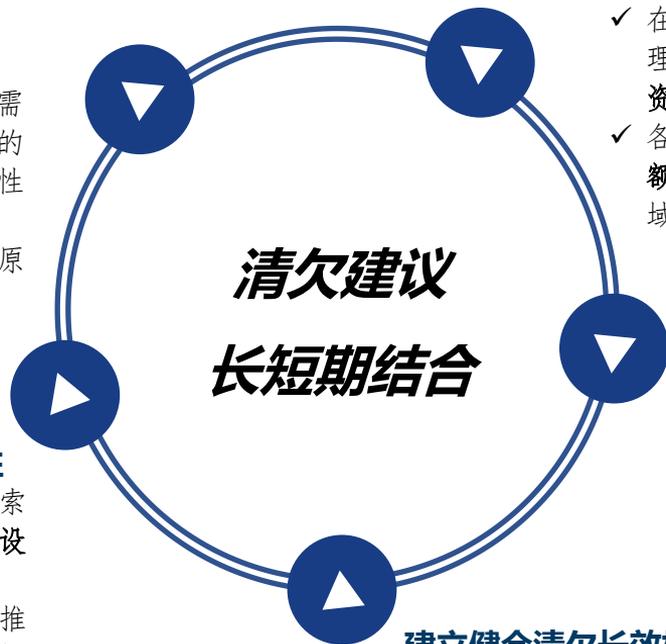
加快政府拖欠款摸排

在此基础上确权 and 确定偿还顺序

- ✓ 对于具有全局性、外溢性的领域，确需建设的项目和采购的服务与货物形成的拖欠账款，应由中央承担；对于区域性事务形成的拖欠款则由地方承担
- ✓ 清理顺序应遵循“重要性、紧迫性”原则，区分轻重缓急、分类处理

盘活政府资产和企业应收账款流动性

- ✓ 政府：全面梳理地方资产负债表，探索国有三资的保值增值路径，探索基础设施REITs、资产证券化等市场化方式
- ✓ 企业：加大金融工具创新力度，持续推进应收账款ABS/ABN、应收账款质押融资、应收账款保理业务等业务



用好用足财政资源

- ✓ 在前期摸排基础上将部分需要优先、着力清理的欠款纳入置换范围，积极运用特殊再融资债、特殊新增债，规模可安排万亿左右
- ✓ 各地可积极争取超长期国债（含特别国债）额度，用于“两重”项目建设和“两新”领域支持，减轻项目资金压力

适当加大金融支持

- ✓ 探索央行设立清欠行动专项再贷款、成立SPV直接支持地方清欠账款的可行性，但需关注地方资产抵押等问题
- ✓ 在风险可控的前提下适当推动政策行、商业银行创新并投放低息清欠专项贷款，但需考虑对银行的负面影响和坏账风险

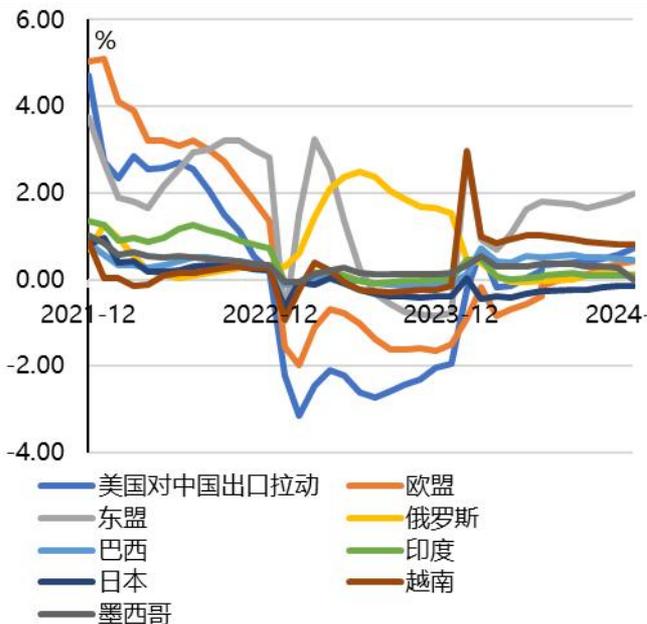
建立健全清欠长效机制

- ✓ 优化激励约束机制、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，加强政府拖欠账款的“社会约束”
- 深化财税体制改革，加速落实已基本明确的改革措施

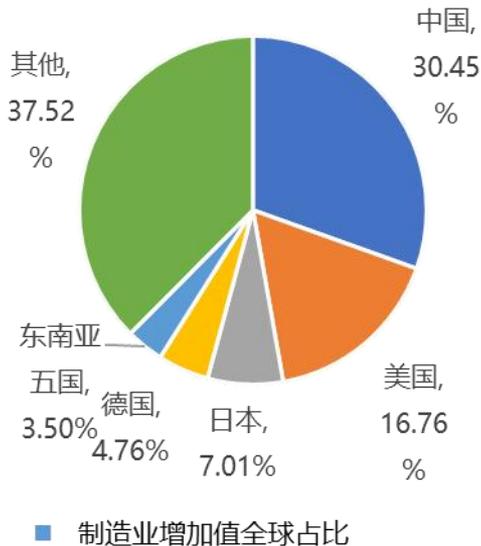
6. 积极应对外部环境变化，稳外需与鼓励企业出海并重

- » 通过“扩大高水平对外开放”来“稳外贸、稳外资”，积极扩大外贸朋友圈；
- » 伴随全球产业链重构与国际化布局需求提升，积极推动企业出海可以有效规避贸易壁垒，有利于巩固中国的供应链优势，提升在全球产业链中的话语权，进而参与全球资源配置，在此过程中也需关注出海的潜在风险。

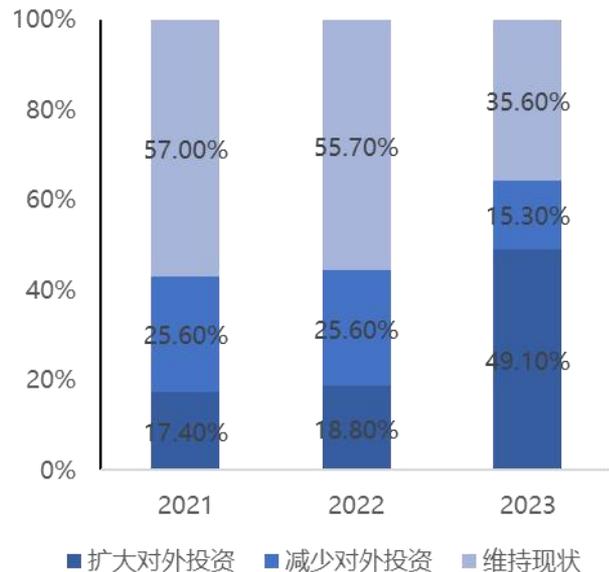
近年来东盟成为我国出口增长的最大动能



中国制造业增加值约占全球的1/3

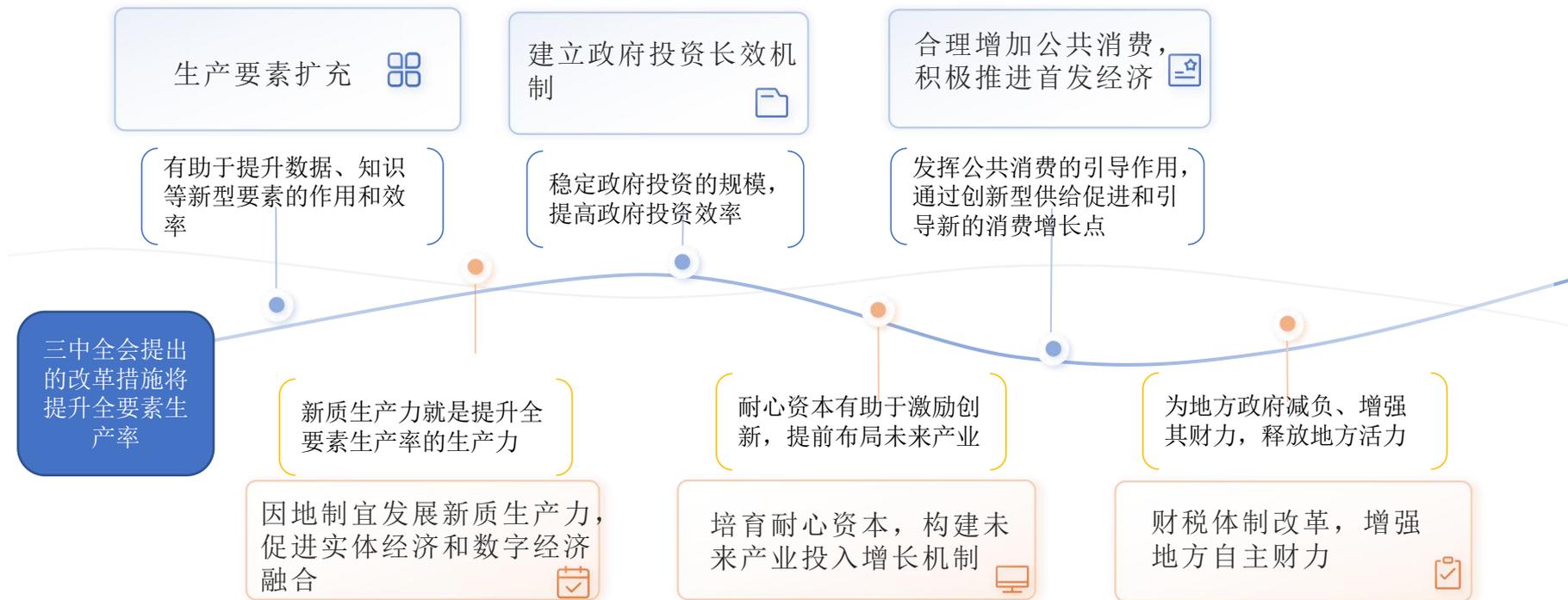


有意愿扩大对外投资的企业占比在提高



7. 持续推进结构性改革，进一步释放发展潜力

- » 二十届三中全会提出了300余项具体改革措施，并要求在2029年之前落地实施
- » 中央经济工作会议提出，“发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”，明年或在经济体制改革、产业升级转型、财税体制改革、资本市场投融资综合改革等方面有新的举措落地



■ 信心是黄金、推动经济回升向好的“致胜法宝”

- » 2024年底中央经济工作会议指出，“9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振，经济明显回升”，做好2025年经济工作，实现一季度“开门红”为全年经济增长打牢基础，需要延续当前政策调整逻辑，保持增量政策节奏与力度，出台“真金白银”的政策才能根本性扭转微观主体信心偏弱的局面。

信心比黄金更重要！

紧贴微观主体切实需求，政策平等惠及每个主体，真金白银为微观主体减负

信心修复是经济开启供需良性循环的关键

把握政策真空期，2025年“两会”之前仍需延续一揽子增量政策出台的节奏和力度；

■ 小结

- 疫情冲击以来中国宏观政策经历了持续动态调整，伴随经济下行压力增大，逆周期调节力度不断加大，稳增长重要性进一步提升。在政策调整下2024年顺利完成5%的经济增长目标，并呈现出六大特点：经济走势呈“U”型态势，四季度表现亮眼，经济短期趋势较好。四季度生产、投资、商品消费等宏观经济指标边际改善，房地产销售回暖、房价触底迹象显现，核心CPI连续回升、制造业PMI连续四个月在荣枯线以上，呈现一定积极信号，中诚信国际宏观高频指数（CHIM）也指向经济表现边际回升。此外，增长动力呈现结构性变动，净出口贡献显著提升，最终消费支出对增长贡献率边际下行；供需结构来看，总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资结构性分化；价格水平持续偏低，通缩压力所带来的风险不容小觑；内需偏弱与微观主体偏冷带来融资需求不足和货币惰性边际改善；居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加。
- 中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键：一是地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机；二是供需失衡问题仍是当前经济运行的主要矛盾，扩大内需是核心关键之一；三是经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在；四是新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础；五是价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键；六是宏观债务规模高企，客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键。
- 据我们预测基准情形下2025年中国经济增速或达到4.8%，四个季度当季同比或分别为：4.8%、5.1%、4.6%、4.7%。具体看，工业和服务业生产仍具韧性，政策加持下消费回暖与基建提升或成为明年经济增长的主要支撑，但也要关注消费能否回到常态增长、房地产能否止跌回稳与出口不确定性上升对经济的扰动。
- 实现2025年经济增长目标的政策建议：一是建议将2025年经济增长目标设置在5%左右，并将名义增速纳入目标考核；二是把握宏观政策“时、度、效”，强化系统思维、放大政策效应；三是加大超常规逆周期调节，货币政策适度宽松，建议年内安排2次降息、1-2次降准，财政政策更加积极，提升赤字率的同时优化财政支出结构，从建设型财政向民生型财政转变；四是大力提振消费，发挥内需对经济增长的拉动作用；五是针对性解决重点领域问题，如供需两端发力促进房地产止跌回稳，长短期政策配合推进化债，妥善解决政府拖欠账款问题等；六是积极应对外部环境变化，稳外需与鼓励企业出海并重；七是持续推进结构性改革，进一步释放发展潜力。信心比黄金重要，出台“真金白银”政策延续四季度回升至关重要。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



聚焦筑底企稳、稳中求进的中国经济，CMF月度报告发布

1月19日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“筑底企稳、稳中求进的中国经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、毛振华、管涛、闪辉、李超、袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中诚信国际信用评级有限责任公司董事总经理、研究院院长，中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**袁海霞**代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下四个方面展开：

- 一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济
- 二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键
- 三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望
- 四、实现2025年经济增长目标的政策建议

2024年二季度以来，中国经济下行压力逐步加大，7月份和9月份的政治局会议均强调了稳增长的重要性，尤其是9月底以来，中央出台了一系列针对消费、资本市场、房地产及地方政府债务等核心领域的增量措施。从四季度宏观经济数据来看，在政策调整的推动下，中国经济呈现出明显的筑底企稳迹象。对于2025年宏观经济而言，能否持续向好，仍面临中长期及短期的诸多挑战，比如外部环境更加复杂多变，特朗普2.0的不确定性在进一步加大，国内有效需求不足的局面还未得到有效缓解，重点领域风险隐患仍然存在等。在此背景下，如何在2025年初加快政策布局，以巩固自9月以来的政策成效，促进中国经济的持续企稳，显得尤为关键。

一、2024年：政策调整下筑底企稳的中国经济

疫情冲击以来，中国宏观政策经历了持续动态调整。目前中国经济仍处于深度的周期调整阶段，中长期问题与短期问题交织叠加，经济运行和修复的复杂性、难度相较以往进一步加大。在此背景下，宏观政策持续动态调整，以应对日益复杂的经济形势。从最开始的应对疫情冲击到后来三重压力之下的跨周期调节，再到多重压力背景下逆周期调控力度不断加大，再到2024年超常规逆周期调节。总体来看，中国宏观政策的动态调整不仅是应对短期挑战的必要手段，也是实现经济高质量发展的重要保障。

去年二季度以来，中国宏观经济运行出现了较大下行压力，风险调整之下宏观收缩效应开始显现。“9.24”以来中央和各部委出台了一揽子的增量举措，12月的中央经济工作会议也基本延续政策基调，对2025年经济工作进行部署。整体来看，此轮宏观调控转变逻辑上有六个非常重要的特征。一是更加注重微观主体的资产负债表修复。从经济复苏所需经历的三个阶段来看，社会秩序和交易修复阶段已完成，当前中国经济正处于资产负债表修复阶段。中央经济工作会议提出，“稳住楼市股市”、“实现房地产止跌回稳”，明确将资产价格纳入到宏观调控的范式中。可以看出本轮一揽子增量政策直接作用于居民、企业、政府三部门资产负债表修复，其中稳地产是短期内扩内需、资产负债表修复的核心，也是当前宏观经济政策调整的重要着力点。二是政策总体注重防风险与促发展的平衡。从730政治局会议到926政治局会议，政策基调从“保持定力”转向“增强责任感和紧迫感”，924以来的多部委发布会和重要会议也显示出当前政策重心开始从防风险向稳增长转变。三是更加关注“价格”信号。由于价格水平低迷，企业盈利相对偏弱，因此过去两年宏观与微观温差持续，中央经济工作会议提出“使社融、货币供应量同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。相较以往，当前已将价格设立为一个重要引导目标，这一转变也释放了一个重要信号，即宏观经济政策需要更加关注并引导价格水平的持续回升。四是更加注重政策之间的一致性、协同性。疫情转段至三中全会之前，货币与财政政策总体呈现出各自发力的状态，利率下调与国债加快发行错期推出。二十届三中全会后特别是一揽子增量政策出台以来，货币与财政政策的一致性明显提升，积极财政与宽松货币之间的协同性显著加强。五是更加注重合成效应，注重央地联动，且政策出台节奏加快。政策的出台由原先“挤牙膏”式推出转为“一揽子”政策集中推出，数量更多、频率更强、力度更大，涉及货币、金融、房地产、财政、化债等多方面，有助于形成政策合力，推动政策效果更快更好发挥。六是更加注重预期管理。9月底以来政治局会议、各部委新闻发布会密集召开，

针对推出的政策做详细解读，有助于推动政策在一定程度上被预见和理解，进而减少市场波动、提高政策效果。

在宏观调控转换之下，中国经济修复筑底企稳迹象非常明显，经济运行中一些积极信号也在逐步释放。四季度以来宏观经济表现相对亮眼，助力我国顺利完成全年5%的经济增长目标，其中生产和消费端都有环比改善的迹象，房地产止跌企稳的基础也在不断的呈现。整体来看，当前中国经济修复呈现六大结构性特点。

1、从经济增长趋势来看，2024年经济增长呈现出“U”型态势

2024年，中国实际 GDP 同比增长5.0%，在外部压力增大、内部困难增多的背景下，顺利实现全年 GDP 增速目标。分季度来看，四个季度经济增速分别为5.3%、4.7%、4.6%和5.4%，从走势来看呈“U”型态势。其中二季度以来主要经济指标边际走弱，在一揽子增量政策支撑下，9月以来部分经济指标有所改善，四季度 GDP 环比大幅抬升，对于完成全年5%的增长目标非常关键。从名义增速来看，2024年 GDP 名义增速为4.2%，基本与2023年持平，但仍低于实际增速水平，其核心原因在于代表价格的 GDP 平减指数仍处负区间。2024年 GDP 平减指数累计同比增长-0.8%，尽管降幅较2023年收窄0.2个百分点，但仍连续七个季度为负，宏微观感受温差仍存，名义增速虽有边际改善，但中枢水平有待进一步提升。而平减指数能否进一步改善取决于核心的产能周期以及房地产周期的调整情况，四季度平减指数边际改善也是受这两大因素边际改善驱动。四季度以来，工业品价格降幅持续收窄，房地产领域价格边际回升，都对平减指数抬升发挥积极作用，这也是今年我们需要进一步发力的方向之一。

2、增长动力随着经济结构持续调整也呈现结构性变动特征

从三大产业的贡献情况来看，2024年一二三产对于经济增长的贡献率分别为5.2%、38.6%和56.2%。具体来看，随着2012年第三产业占 GDP 比重首次超过第二产业，三产对于经济增长的贡献始终高于第二产业，目前仍然维持这样一个特点。从三大需求对经济增长的贡献来看，2024年在外需改善以及政策支持下，净出口对经济增长贡献显著上行，2024年全年达到30%以上，但最终消费对于经济增长的贡献呈边际走弱的态势，从2023年的85.6%回落至2024年的44.5%，是经济增速下行的主要原因。这也反映出随着内外部环境的变化，当前终端有效需求不足对于经济修复以及对当下经济结构性改善的制约非常明显。

3、从供需结构来看，总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资分化特征，结构性失衡仍存

从生产端来看，2024年工业增加值同比增长5.8%，保持较快增长，服务业生产指数同比增长5%，整体不弱。其中高技术制造业与装备制造业的增加值增长较快，对工业生产形成支撑，并且四季度产能利用率显著回升至76.2%，为2022年以来的季度高点，也反映出在一揽子增量政策之下，部分行业产能利用率随着供需结构性、边际性改善得到了提升。

从三大需求来看，在消费端，消费增长势头呈现出持续边际放缓态势，增长中枢有所下降。2024年社零额同比增长3.5%，尽管四季度较前三季度边际改善0.2个百分点，但总体来看增速不高。从消费结构来看，相较常态增长趋势，当前基础商品消费已经恢复至原有路径，服务消费显著偏离常态增长趋势线。服务消费作为疫后消费修复的重要推动力量，2024年增速显著放缓，服务零售额同比增长6.2%，因此后续提振服务消费可以作为今年促消费的重要发力点。从商品消费结构来看，受房地产深度调整影响，相关消费2021年以来增速显著慢于社零额增速，在整体消费支出中比重由原来高点17%左右降至10%左右。随着“两新”政策效应持续释放，通讯器材、家电、汽车等耐用消费品四季度呈现出比较明显的波动上行态势。还需指出的是，当前消费降级和消费下沉现象凸显。从代表不同消费倾向的电商的经营业绩来看，拼多多作为消费降级的代表，2024年上半年营收和利润增速显著超过传统电商平台京东和阿里，说明消费者在当前经济环境下更加注重性价比，出现了一定的消费降级问题。并且今年三四线城市社零额增速显著快于一线城市，也反映出消费下沉的问题，这与近两年一线城市居民收入和就业受到更大影响密切相关，尤其是在资产价格波动走弱之下，对于一二线城市居民财产性收入造成较大影响。与此同时，一线城市居民杠杆率高企也对消费释放形成一定掣肘。

从投资端来看，三大投资延续分化态势。2024年固定资产投资增速同比增长3.2%，较2023年提升0.2个百分点。其中随着设备更新和以旧换新政策效应释放，叠加出口加持，2024年制造业投资保持高位，同比增长9.2%；基建投资（不含电力）受三季度专项债发行使用节奏加快影响，四季度基建投资小幅改善，但整体来看在高基数下基建投资偏慢，同比增长4.4%。房地产开发投资降幅进一步扩大，同比下降10.6%，是固定资产投资的主要拖累项。尽管四季度销售和房价出现一定的边际筑底企稳迹象，但考虑到销售向投资端的

传导通常存在12-13个月的时滞，未来一段时间房地产开发投资或延续下滑态势，但跌幅或在今年下半年或年末出现一定改善。

从外需来讲，出口偏强对于内需的疲弱形成一定对冲。2024年出口金额同比增长5.9%，是2024年经济增长的主要拉动项。从国别结构来看，对东盟、“一带一路”国家出口保持较快增速，对其出口金额占比分别达16.4%和50.3%。去年在“抢出口”带动下对美国出口占比边际回升至14.7%，但从近年趋势来看，仍较2018年下降约5个百分点。但也需要看到，部分出口商品出口数量增速显著快于出口金额增速，或存在“以价换量”和“卷价格”问题。

4、核心 CPI 持续改善释放积极信号，但整体价格水平仍偏低

供需失衡之下，价格水平持续低迷。2024年 CPI 同比增长0.2%，整体价格水平仍然偏低；PPI 同比增长-2.2%，连续24个月处于负增区间。价格水平的持续低迷对企业盈利形成压制，2024年工业企业利润同比下降4.7%，降幅较上年扩大2.4个百分点，价格水平偏低仍是企业利润修复的重要制约。因此需警惕通缩压力，避免物价下行沿着“利润-投资-就业-收入-消费”链条负向传导。但是，随着一揽子政策效应释放，价格和企业盈利方面也释放出一些积极信号，例如核心 CPI 连续3月小幅上行、12月份新建住宅价格自2023年6月以来首次环比转正、四季度以来工业企业利润降幅有所收窄等。

5、内需偏弱与微观体感偏冷带来融资需求不足，但四季度以来资金活化程度改善

金融是实体经济的映射，2024年新增社融、M1、M2增速均呈现下行态势。但四季度以来随着政府债券发行加快以及一些政策举措的落地，在政府债券托底之下，社融数据呈现出一定的边际改善。并且相较于前三季度内需偏弱和微观主体偏冷带来的融资需求不足和惰性货币的现象，在四季度也得到一定的改善，M1、M2的剪刀差持续扩大的趋势在10月份出现拐点，有所收窄，资金活化程度有所改善。企业活期存款在 M1中的占比加速下行的趋势在四季度也有所扭转，这一定程度上也体现出化债举措对企业资金流动性方面的改善。

6、居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加

今年以来，居民就业有所改善，2024年城镇调查失业率为5.12%，较上年回落0.1个百分点。年内出生人口和出生率均出现反弹，打破2017年以来连续下降的趋势。从这两点来看尤其是人口因素来看，支撑经济基本面运行长期向好的积极因素在进一步增多。

总体来看，一揽子增量政策出台以来，经济运行积极因素增多，为2025年开局奠定良好基础。长期来看，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，经济持续向好的支撑条件和基本趋势并未改变。但也应该认识到，我国经济运行仍面临一些困难和挑战，一方面当前外部环境变化带来的不利影响加深，另一方面国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多等问题仍存。

二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键

中央经济工作会议提出“统筹好有效市场和有为政府的关系”、“统筹好总供给和总需求”、“统筹好培育新动能和更新旧动能”等五大统筹，这五个统筹能否切实落地是推动中国经济行稳致远的核心关键。而做好五个统筹前需要把握好六大关键问题，这六大问题既有周期性、结构性等中长期问题，也有近两年出现的一些新问题。因此2025年中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键。

1、地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机

一方面地缘政治形势进入新动荡期，叠加大国博弈交织，整体外部环境的变化带来的不确定性在加强。近年来全球疫情、大国博弈、俄乌战争、巴以冲突、欧洲右转，全球地缘形势进入新的动荡期，全球贸易额距离原有增长趋势出现向下偏离。短期来看，特朗普将于本月20日正式上任，特朗普2.0框架下，美国政府的经济与外交政策给全球经济和贸易带来较大不确定性，随着加征关税落地，明年出口或将面临一定挑战。与此同时，尽管WTO和IMF等国际组织对今年贸易整体增速的预测好于2024年，今年出口或有一定支撑，但当前全球主要经济体制造业PMI处于荣枯线下方，随着贸易摩擦进一步加剧以及地缘政治形势的变化，我国出口增速达到2024年的水平压力较大。从中长期来看，全球产业链重构对于中国经济的影响仍处在演变过程中。随着大国博弈的持续，全球产业链、供应链也将面临持续的调整，美西方在这一过程中通过政策手段试图削弱或替代中国产能。2023年，美国对华政策从“脱钩”转为“去风险”，联合盟友采取了诸多对华的限制性措施，包括设置管制壁垒、构建防华联盟，设立芯片四方联盟（Chip4）等等。在“去风险”的概念

下，美国积极推动自身脆弱度较高、技术含量高的产业链回流本土，或者在近岸、友岸地区形成产能。从产业链重构和全球化红利分配机制上看，当前全球贸易已由过去比较优势决定全球化红利分配，转变为贸易战驱动的利益全球再分配。但无论是脱钩还是去风险，都进一步加剧了我国企业面临的多重风险和挑战。

2、终端消费需求疲弱下供需失衡问题仍是主要矛盾，全方位扩大内需是核心关键之

一

有效需求不足特别是终端消费疲弱是当前经济运行的主要矛盾之一。当前我国居民最终消费率显著低于美、日等发达国家，也显著低于印度、越南等新兴经济体，虽然最终消费率并不是越高越好，但也需要与经济体量相匹配。从全年经济增长动力转变来看，全方位的扩大内需是当前必须要做的一个核心关键问题。此外，供需失衡下部分行业产能利用率走低，出现产能过剩现象。部分企业为了争夺市场份额或仅仅为了存活，不得不降低价格引发“内卷式”竞争。“内卷式”竞争一方面与有为政府和有效市场边界需要更好的处理有关，另一方面也与产品同质化、产业组织不健全、竞争模式单一等密切相关。但从结果来看，“内卷式”竞争会加剧企业生产经营的困难，尤其对于一些产能利用率相对较低的行业，增收不增利的问题或更加明显。这势必影响企业的投资能力和投资意愿，进而对就业和居民收入产生影响，进一步导致消费需求下降。因此，在当前这种状况下，供需两弱、负向循环亟需打破。

3、经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在

中央经济工作会议提出要进一步统筹提升质量和扩大总量之间的关系，处理好增量和存量之间的关系，提高资源配置效率是统筹好这些关系、做好量的合理增长和质的有效提升的关键所在。目前来看，当前经济运行效率总体走低，无论是作为要素的资本和劳动的边际回报率还是整体宏观效率都呈现走弱迹象。2013年国家提出做大做强国有企业，从资源配置来看当前信贷和债券市场资源配置基本倾斜于国有企业，国有企业负债和资产在近几年有了大规模的攀升，但其盈利水平并没有随之同步扩张，其净资产收益率和总资产回报率都显著低于规模以上工业企业的平均水平，这也是未来我国提升经济运行效率的重要发力点。

4、新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础

近年来我国在新动能培育方面取得长足进步，数字经济（广义）占 GDP 比重持续上升，高技术制造业对税收的贡献率持续增长、“新三样”在出口金额中的占比较2022年显著提升，但整体上而言尚未成势，数字经济对 GDP 贡献率走低、“新三样”占比较2023年下滑。从传统动能看，房地产作为焦点行业，整体仍处筑底阶段，尽管四季度以来房地产销售边际回暖，房价触底迹象显现，一二线城市新房、二手房销售面积和价格边际回暖，从百城租金收益率与10年期国债收益率差值来看，房价已具备回稳基础，同时，房地产去库存加快，北京二手房挂牌量下跌。但考虑到房企风险仍在释放，从销售到投资的资金链条仍有待修复，严控增量下投资或仍处低位，稳地产还需政策进一步呵护。从新动能和旧动能对投入产出的影响来看，房地产在总产出中的贡献占比依然高于高技术制造业，高技术产业投资10%的增长无法对冲10%左右的房地产投资下行。因此实现新旧动能平稳转换至关重要，是推动经济高质量发展的重要基础。

5、价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键

尽管当前价格水平出现积极的、边际改善的信号，但整体仍处在低位运行阶段。而物价持续低迷将会沿着“利润-投资-就业-收入-消费”链条负向传导，因此亟需打破这一负向循环。中央经济工作会议将价格水平作为重要宏观政策目标之一，提出着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合。此外，**价格合理回升是提振微观主体信心的关键，尤其是资产价格变动。**过去一段时间，居民和企业部门资产负债表受到较大冲击，进一步影响了这些部门的支出能力和意愿。从消费者信心指数和企业信心指数等指标来看，尽管出现边际改善，但整体仍处历史低位，并且企业对于销售和利润的预期尚未得到根本改观，“远洋捕捞”等乱象也影响部分微观主体信心。对于政府部门而言，地方政府面临双向激励约束机制不足的问题，多元化考评机制下约束性有所增强，在一定程度上制约地方发展活力和积极性。近年来政府支出占 GDP 比重逐年下降，地方政府作为过去经济建设的重要主体之一，占比降幅尤为明显，从2020年的32.1%降至2024年三季度末的24.3%。政府支出的下降对应的是居民和企业收入，进一步通过宏观收缩效应加剧对整体经济的影响。此外政府拖欠款问题也愈加突出，由此带来的资金循环不畅、政府信用受损等问题也会制约微观主体信心的修复。根据中诚信国际研究院估算，样本企业应收账款（含其他应收款）中政府机构相关的规模为11万亿左右，约占 GDP 的8%，中西部企业资金占用现象更为突出；考

虑到部分应收账款处于正常的回款周期内，若细分从企业报表（应收账款的坏账准备）、重点领域（抗疫为例）拖欠规模估算，可能形成的政府拖欠款规模大致4.5万亿元，占GDP的比例超过3%。

6、要客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键

当前中国宏观债务规模和杠杆率处于高位，根据 BIS 数据，截至2024年6月，中国的债务总量达370万亿元，杠杆率达290%，但杠杆率高企并不意味着会发生危机，保持债务循环可持续是实现债务与经济增长良性循环的关键。目前来看，尽管当前宏观债务风险总体可控，但需关注经济增长放缓、宏观效率走弱下债务风险暴露的可能，特别是微观主体的付息压力。从当前情况来看，近年来政府、企业和居民三部门的付息压力都在进一步上行，工业企业资产回报率持续下行，意味着“债务-资产-利润”的转化链条不畅、债务效率不高，企业部门获利能力的下降也易加剧企业偿债压力；当前居民利息支出占其可支配收入比重也偏高，居民可支配收入对债务覆盖能力明显走弱。在此背景下，适度降低利率水平、降低宏观债务成本对当前促进债务可持续至关重要。此外，通过做大分母促进经济增长也是非常重要的，理想状态下债务扩张速度需要与经济增速相适应，最终实现经济增长能够覆盖新增债务本息。

对于政府债务而言，我国政府债务中地方占比较高，10月份以来的“6+4+2”大规模的化债组合对于缓释地方流动性风险有明显改善，地方债务制约明显减轻。目前，6万亿美元的第二个两万亿也已经开始启动，化债给地方腾挪出更多支持内需的空间，地方资金链条进一步畅通，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整，增强发展后劲。但在此过程中，还需要关注大量经营性债务的偿还以及“利息本金化”问题。由于地方政府仍存在大量经营性债务，并且存量债务规模比较大，地方债务付息压力依然较大。据中诚信国际研究院测算，2024年包括地方债、城投有息债务等在内的地方债务付息规模或超4万亿，占地方广义财政收入的比重或超过20%。**从政府债务结构来看**，当前地方债务在整个政府债务中占比过大，未来需进一步加大中央发力的力度，加大其加杠杆空间的同时，推动地方债务的可持续。本轮化债之后仍需关注三个深层次问题，包括央地关系，尤其央地事权关系需进一步理顺；双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约；“债务-资产”转化受限，重点关注效率问题，这些都是我们看待债务和经济可持续循环中的不能绕开的一个问题。

三、2025年中国经济展望：困难犹存、春山可望

尽管中国经济面临一些挑战，但四季度以来经济运行的积极因素在增多，支撑2025年中国经济延续修复。

1、2025年中国经济增速有望达到4.8%左右，全年经济走势或呈“N型”

基准情形下，2025年中国经济增速或在4.8%左右。基准情形下，若特朗普对华加征10%-60%的关税，但节奏偏慢、力度有限，中欧贸易关系得到一定改善；一揽子增量政策效果持续显现，2025年两会有进一步增量政策出台；化债对于经济增长的约束改善，房地产销售保持回暖趋势，房价企稳带动投资降幅收窄；各部门资产负债表延续修复，则中国经济有望实现4.8%的增长。参考趋势分解法，全年经济走势或呈现先高后低再高的“N型”走势，四个季度增速或分别为：4.8%、5.1%、4.6%、4.7%。从近期各地两会披露的GDP目标看，有18个省份已经披露了2025年经济增长目标，基本都在5%以上，也在一定程度上支撑了2025年经济增速能够实现4.8%左右的目标。

2、主要经济指标支撑4.8%左右的经济增速实现

从供给端来看，工业和服务业生产仍将保持韧性。考虑到2025年稳增长政策力度将加大、“两新”“两重”政策效应持续释放、工业企业利润边际好转等因素，预计2025年工业增加值增长5.5%左右。同时，考虑到服务业业务活动预期指数持续抬升，服务消费或有所改善，预计2025年服务业生产指数同比增长4.8%，第三产业增加值或在4.7%左右。

从需求端来看，消费和投资或有所好转，出口则面临较大压力。消费方面，2024年7月政治局会议提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”以来，消费成为提振内需的重要抓手。目前来看政策效果已经显现，“以旧换新”相关的家电、汽车消费较快增长带动社零额边际回升。近期，第三轮消费品以旧换新支持行动已开启，积极政策推动下2025年消费或延续回暖趋势，预计全年社零额增速或在5%左右。投资方面，2025年投资需求或好于2024年，增速有望回到4%以上。考虑到设备更新周期较短、外需不确定性上升，制造业投资增速或小幅下滑至8%；房地产销售端的改善传导至投资端一般滞后半年左右，在“严控增量”要求下房地产投资低位运行或将持续一段时间，但对整体投资的拖累或有所下降，预计在-8%左右；基建投资方面，伴随“两新”“两重”推进、财政赤字率提升、增发特别国债与扩大专项债发行规模等积极政策落地，明年基建投资增速有望回升至10%以上，

继续托底全年投资增长。出口方面，特朗普2.0开启，对华贸易政策或拖累中国出口增长，出口（以美元计）增速大概率回落，预计在1.8%左右。根据彼得森国际经济研究所研究，如果特朗普政府对中国进口商品加征60%的关税，将影响中国2025年GDP在基准水平上下下降0.85%；取消中国的最惠国待遇，将影响中国2025年GDP在基准水平上下下降0.5%，但也需要关注特朗普政府潜在对华贸易政策的实施力度和可行性。

四、实现2025年经济增长目标的政策建议

为实现2025年经济增长目标，宏观政策仍需发力，保持经济政策与非经济政策的一致性，加大逆周期调节力度，筑牢经济回升的基础。

1、建议将2025年经济增长目标设置在5%左右，并将名义增速纳入目标考量

2025年是“十四五”规划收官之年，经济实现平稳增长既是高质量完成“十四五”规划的要求，也能为“十五五”规划打好基础。一揽子增量政策出台以来，经济运行积极因素持续积累，有效提振了市场信心，同时，为了实现2035年经济总量或人均GDP“翻一番”的目标，需要2024年至2035年间的年均实际GDP增速达到4.7%左右，因此建议2025年的经济增长目标也保持在5%左右，有利于夯实当前经济边际改善的一些成果，进一步提振市场信心。此外，考虑经济活动和政策落地都需要传导至微观主体才能生效，微观主体信心不振会弱化宏观政策的实际效果，因此建议后续将名义增长率纳入目标考核或者增加名义增长率的考量因素。

2、把握宏观政策“时、度、效”，强化系统思维、放大政策效应

无论是过去经验还是当下形势都表明，把握宏观调控的时机、力度与效率对政策效果的发挥起到关键作用。在当前2025年开局之时，如何在往年的政策空窗期加快布局，打好全年经济修复的基础，夯实9月底以来的政策成果，进一步提振市场信心和预期，对于在当前形势下切实推动中国经济稳中求进是非常关键的问题。面对2024年经济稳中趋缓、下行压力加大的局面，9月底以来，中央果断部署一揽子增量政策，财政、货币、就业、产业等政策形成合力，使得社会信心有效提振，部分宏观数据边际回暖，经济明显回升。要想维持政策效果、延续经济回温，需要加强经济政策与非经济政策的一致性，通过超常规、更积极的宏观政策加强逆周期调节，同时加强预期管理，稳定社会预期，提升政策效能。

3、适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策形成合力，加大超常规逆周期调节

12月的政治局会议、中央经济工作会议定调明年货币政策“适度宽松”，预计明年货币政策力度将加大，或有2次降息、1-2次降准。从降息看，当前PPI当月同比已连续28个月为负，接近1997年至1999年的通缩压力，当时除出台了扩大内需的财政政策外，货币政策大幅度降息也对经济走出价格低迷状态发挥了重要作用。1997年10月至1999年6月中国贷款基准利率累计下调幅度为432BP，考虑到当前受价格水平偏低影响实际利率仍较高，但2020年以来5年及1年期贷款报价利率LPR累计下调幅度不超过150BP，降息存在较大空间且具有一定必要性，建议2025年安排至少2次降息，单次降息幅度或不低于20BP。但需注意，降息后存款利率调整通常较为滞后，会加大银行净息差压力，需进一步优化存款利率定价机制，疏通利率传导机制。从降准看，目前我国存准率为6.6%、降准空间逐步收窄，央行表示“不含已执行5%存款准备金率的金融机构”，5%或是当前降准下限；同时，考虑到存款利率下调可能会使“存款搬家”、政府债券大规模发行、稳增长下信贷仍需加大投放等情况下，流动性需求或边际上升，预计明年买断式逆回购、国债买卖的使用力度将有所加大。此外货币政策还应加大在需求侧的调节力度，特别是在扩消费、稳购房及促投资等方面进一步发力。

当下财政政策对经济增长更为有效，所以财政政策要“更加积极”。一方面，财政发力的“量”很重要，对于当前稳增长、扩内需、提振信心、扭转信用收缩趋势来说非常关键。从国新办“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上的表述看，2025年两会之后预算赤字率突破3%是大概率事件，我们建议明年预算赤字率提高至3.8%-4%，按照4%的预算赤字率估算，预算赤字规模将上升至约5.6万亿，广义赤字规模或超过14万亿，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，为扩内需、稳增长等提供财政支持。从广义赤字来看，促内需将是明年经济工作的重中之重，可继续安排超长期特别国债支持“两新”“两重”，额度可安排1万亿以上，或能拉动GDP增长约0.5-1个百分点，同时用于补充国有大行核心一级资本的特别国债建议尽快推出；此外，新增专项债额度仍需保持较高水平，建议2025年安排4.5万亿左右，考虑2万亿用于置换隐性债务后，新增专项债额度或为6.5万亿左右。总量发力的同时尤其需要中央政府进一步加大发力空间，有助于降低宏观债务成本，推动外部性较强的重点领域建设。

另一方面，财政支出结构应与经济发展阶段相匹配，从“以投资为主”转向“投资与消费并重”，从建设型财政向民生型财政转变。其一，进一步向民生领域倾斜，着重解决民生领域的医疗、教育、养老、托幼等短板问题，并重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶、财政补贴力度，解决居民后顾之忧，提高消费意愿。其二，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，后续应进一步加强财政稳地产的力度。其三，尽管当前我国宏观效率逐步走低，传统基建项目趋于饱和，但广义基建仍有较大空间，经济转型发展中的重点领域仍需加大支持，可围绕“两新”“两重”等继续推进，为推动经济增长、实现中国式现代化提供重要保障。其四，政府债券投向需要更加结合经济实际需求，“226号文”提出政府债券投向要实施动态调整，后续建议结合负面清单制度，该放开的交给地方自主选择，进一步开放资本金领域。此外，财政发力的节奏不容忽视。今年以来，财政支出节奏及地方债发行使用节奏相对偏慢，市场对积极财政政策的感受相对有限，明年财政发力宜早不宜迟，推动稳增长政策效应及时显现。

4、多措并举提振消费，发挥内需对经济增长的带动作用

除了目前提出的“进一步扩大消费品以旧换新力度和范围”政策，如何**提升居民实际收入、尤其是通过做大分母提振收入更为关键**。短期来看，相较以旧换新，直接给居民发放现金补贴或发行数字货币更有利于居民资产负债表修复。建议直接向居民发放现金补贴，特别是针对边际消费倾向比较高的中低收入人群。从不同收入人群看，现金补贴对低收入者的消费拉动作用较高。经我们估算，若针对4000万低保人群发放1000亿现金类或数字货币补贴，限定时效使用，可以直接撬动1500亿新增消费，间接撬动约5400亿新增GDP，拉动经济增长0.45个百分点。同时考虑到过往经济发展中农业反哺工业的事实，需要我们进一步考虑对农业和农民的反哺，可以考虑向1.2亿乡村家庭发放3000亿现金补贴，约可拉动经济增长1.35个百分点。**中期来看**，可以通过调整完善个税体系，包括下调中低档个税税率、延续并加大个税优惠政策力度、研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制等，提升居民消费能力与意愿；**长期来看**，要促进居民收入增长和经济增长同步，尤其是要提升居民可支配收入，提高初次分配占比。这其中还涉及需要权衡鼓励发展实体经济和提振收入之间关系的问题。例如若要直接提高最低工资标准，这势必会增加企业的经营成本，进一步加剧其盈利压力，因此对于增加居民收入需要权衡这两者之间的关系。

同时，要进一步推动社会保障体系完善，消除居民后顾之忧。近年来，我国社会保障覆盖面不断扩大，但相较美日等发达国家，我国社会保障体系还有很大提升空间。以医疗为例，农民个人缴纳的新农合医疗保险从每人每年10元提升到400元，涨幅较大，但直观上报销比例却未提升，农村和低收入群体医疗负担较重。因此，建议重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶，发行超长期国债加大惠民生财政补贴力度；同时推动中期社会保障体系改革，着重解决民生领域的医疗、教育、养老、托幼等短板问题，解决居民后顾之忧，提高消费意愿。此外，通过供给侧的创新进一步发挥“供给创造需求”的作用。中国在疫后消费复苏的过程中主要以服务消费的恢复性增长为主，且消费市场低端产品过剩，尚未充分发挥出创新型供给对于新增消费需求的辐射与带动作用。当前随着我国人口老龄化问题不断加剧以及人口结构的变化，我们在商品和服务消费等方面仍有较大的挖掘和探索空间。应通过加强供给侧改革对于消费的引导力度，不断提升国内供给质量水平，推动供需在更高水平上实现良性循环。

5、推进房地产、地方政府债务等重点领域风险化解

其一，**房地产长期稳健回升仍需供需两端发力推动止跌回稳。**需求端的疲弱主要与人口结构变化和城镇化速度放缓、购房信心不足、购房观念转变以及居民收入增速下滑有关，解决这些问题最首要的是放松需求端限制性政策。建议全面取消限购限贷，特别是北京上海核心一线城市，降低首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、降低交易税费，加大对改善型住房需求的信贷支持、政策支持等。长期购房需求的萎缩则需通过户籍制度改革、医疗教育改革等来改善。当前以人为本的新型城镇化还有很大发展空间，建议进一步深化户籍制度改革，加强教育、医疗、养老、住房等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务，进而持续释放内需潜力。供给端，建议通过加大收储力度以及货币化安置等方式加快去库存。目前收储还面临结构性供需失衡、成本收益不匹配、双向激励机制不健全等难点，建议由中央主导商品房收储，地方用好用足保障性住房再贷款和专项债等支持政策，满足广大中低收入人群的住房需求，同时支持地方政府回收符合条件的闲置存量土地，完善“人房地钱”挂钩政策，发挥土地储备“蓄水池”功能。

其二，**继续推进地方债务化解，短期内用好用足各类资源，调整优化现有政策，有序推进一揽子化债。**一是财政化债（地方政府债置换）仍是首选方式。未来每年可按实际需求动态调整置换规模，优先短期内多安排置换额度，2024年2万亿置换已全部落地，2025

年可考虑安排3万亿进行置换，2026年安排剩余1万亿，有助于提振信心、避免预期低迷长期化，将在较大程度上缓释地方流动性压力，减轻化债对于发展的制约。二是在保障稳增长任务的前提下稳妥推进金融化债，包括贷款置换、央行 SPV 以及 AMC 化债，如近期四大 AMC 拟提供超400亿元支持山东青岛债务风险防范化解、不良资产收购处置等。三是因地制宜探索其他化债方式，发挥地方国资作用。提高国企资产收益率与利润上缴比例、发挥股权财政作用，并加大 REITs 盘活存量资产力度，我国基础设施领域存量资产中适合作为 REITs 投资标的的规模超30万亿，盘活空间大；继续探索应急周转金机制，提高资金支持灵活性、适当加大社会资本参与力度；重点地区继续探索“统借统还”。**中长期看，化债不仅需要“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。

其三，加快清理政府拖欠款，积极运用财政金融资源，健全清欠长效机制。首先，进一步加快政府拖欠账款摸排，在此基础上确权和确定顺序，对于具有全局性、外溢性的领域，确需建设的项目和采购的服务与货物而形成的拖欠账款，应由中央承担，区域性事务形成的拖欠款则由地方承担，并遵循“重要性、紧迫性”原则，区分轻重缓急、分类处理。在清欠过程中，用好用足财政和金融资源，例如财政资源中积极争取特殊再融资债、特殊新增债、超长期国债等政策性资金的支持，缓解项目资金压力及欠款压力；金融支持中可研究设立央行 SPV、创新清欠行动专项再贷款等，在风险可控的前提下还可适当推动政策行、商业银行投放专项贷款，但需考虑对银行的负面影响和坏账风险。同时，可盘活政府资产增强地方流动性，通过基建 REITs、股权基金、产业整合等方式寻求突破口，并鼓励企业探索推进应收账款 ABS、应收账款质押融资等增强自身流动性，减轻政府拖欠款对企业运营及经济效率的负面影响。此外，建立健全清欠长效机制，比如优化激励约束机制、提高财政透明度、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，进一步加强政府

拖欠账款的“社会约束”，并持续深化财税体制改革，加速落实已基本明确的改革措施，提高地方自主财力及财政可持续性。

6、积极应对外部环境变化，稳外需与鼓励企业出海并重

当前外部环境带来的不确定上升，为降低外部冲击的不利影响，一方面需要通过“扩大高水平对外开放”来“稳外贸、稳外资”，推进制度型对外开放，探索与一般性国际规则接轨，进而引导国际规则的转变；另一方面以科技创新引领新质生产力发展，打造自主可控的产业链供应链，推进重点领域强链补链。同时，伴随全球产业链重构与国际化布局需求提升，积极推动企业出海可以有效规避贸易壁垒，有利于巩固中国的供应链优势，提升在全球产业链中的话语权，进而参与全球资源配置，但在此过程中也需关注出海的潜在风险，警惕制造业空心化风险。应做好企业出海的顶层设计，既要鼓励企业出海，充分利用国际市场资源，又要降低企业出海对国内宏观经济的负面影响，切忌一哄而上、盲目出海。

7、持续推进结构性改革，进一步释放发展潜力

除短期问题外，中国经济面临的中长期结构性、周期性问题也亟需解决。这些问题的解决需要加大推进结构性改革的力度，通过改革促进发展。二十届三中全会通过的300多项重要改革举措要在2029年完成，2025年或率先推动标志性改革措施落地，有助于支撑中长期经济增长。中央经济工作会议也提出，要“发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”，2025年或在经济体制改革、产业升级转型、财税体制改革、资本市场投融资综合改革等方面有新的改革举措落地。

总体来讲，信心修复是经济开启供需良性循环的关键。做好2025年经济工作，实现一季度“开门红”为全年经济增长打牢基础，需要延续当前政策调整逻辑，保持增量政策节奏与力度，只有出台“真金白银”的政策，才能根本性扭转微观主体信心偏弱的局面，推动经济稳中有进、回升向好。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“筑底企稳、稳中求进的中国经济”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，2024年宏观经济大部分重要数据已出炉，整体来看，在艰难努力下，全年景气预期目标基本实现。从宏观经济分析来看，价格至关重要，未来工作重点是通过政策干预和引导价格信号恢复正向，为社会提供信心指引。目前 PPI 较为低迷，而房价作为居民财富重要领域，其是否企稳至关重要。

在扩大消费方面，由于收入减少、预期不佳等因素，消费增长困难，建议通过给居民部门注入资金来扩大消费，我们可以通过发放长期债券解决资金问题，并利用国有企业盈利来支持这一措施。在房地产方面，房地产价格是居民财富的主体部分，建议严格控制房地产供给，消化存量，提高保障水平，加大去库存力度，以期实现顺价销售。让价格水平回稳是2025年经济工作的重点，需要有更大规模的超常规举措作用在这一方面。

高盛首席中国经济学家**闪辉**提出，四季度的 GDP 数据好于市场预期，不仅得益于政策支持，也受到一次性因素的影响。例如，特朗普胜选后，出口商加速出口对四季度经济有一定支撑。然而，这些因素不可持续，未来出口可能受到关税影响。政策方面，以旧换新刺激了家电和汽车消费，但增长的可持续性存疑。因此，尽管四季度数据优于预期，但仍需持续政策支持，这对2025年经济的稳定增长至关重要。市场虽然对政府提出的实际 GDP 增长目标保持关注，但更关心的是名义 GDP 增速和通胀。

增强市场对中国经济基本面和未来发展前景的信心，有三个关键方面。第一，全面解决风险问题，例如地产、城投和中小银行的风险化解，需要一个全面的大方案，即未来几年如何处理这些问题，不仅仅是短期应对。第二，提高逆周期调节的力度和持续性，政策需要坚定不移，避免因信心稍有回升就往回撤，保持政策持续性是修复信心的关键。第三，提前布局结构性改革，确保经济持续性增长。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，在宏观经济深度调整时期，治理工作应分为三个阶段。第一阶段，以治表为主，阻止宏观经济指标过度回落，避免系统性风险的爆发，目前第一阶段的目标已经初步达成。第二阶段，在“低温症”得到缓解的基础上进行精准施策和对症下药。第三阶段，在精准施策的基础上对体制机制进行深度的、大幅度的调整，从根本上解决本轮经济深度调整中暴露的各种问题。当前导致中国宏观经济逆风向最为核心和根本的因素是房地产的

深度调整，因此，在宏观调控进入第二阶段时，必须突出房地产调整的战略地位，房地产相关政策需要进一步发力，并将其上升到新的高度。

在当前政策组合持续加力方面，应着重把握以下三个关键点：一是积极的财政政策是市场关注的核心和深度调整的重要支柱；二是实施积极的财政政策必须辅以更加积极的货币政策进行配合；三是对更加积极的宏观政策的定位必须具有跨年度的视野。接下来，我们应抓住宏观经济深度调整带来的六大战略窗口期，积极开启新的改革措施，标本兼治，稳定市场预期与信心。

浙商证券首席经济学家李超认为，当前中国决策框架包括四个层次。一是中美博弈，即百年未有之大变局或修昔底德陷阱。二是社会稳定，确保不发生大规模的动荡。三是结构转型，从以三产为主导的驱动转变为以二产为主导的驱动，即告别房地产，拥抱制造业。四是经济增长，包括经济增速、产能过剩、物价和资产负债表等问题。在政策转向过程中，政府推进结构转型，尽管面临挑战，但也已做出充分准备。然而，中美博弈可能会比其他层次更加充满不确定性，2025年，特朗普上台后中美关系走向将对政策出台节奏具有重大影响。

2024年中央经济工作会议提出，“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。从货币政策的角度来看，中央经济工作会议用“物价总水平”替换“价格水平”，差别在于物价总水平包含了工业品价格和消费品价格，与之最为接近的概念是平减指数。平减指数是实际GDP与名义GDP的差值，平减指数稳定意味着如果2025年全年实际GDP增速目标确定在5%左右，名义GDP增速也需要实现5%左右增长。为实现这一目标，中央经济工作会议已经明确，有效的方法论是消费。

中银证券全球首席经济学家管涛指出，人民币汇率的走势受多重因素影响，主要包括以下四个方面。第一，中国经济复苏预期，随着经济回升显著，以及中央经济工作会议明确提出2025年将实施更加积极有为的宏观经济政策，有助于推动中国经济持续回升向好，从而支持人民币汇率稳定。第二，美元利率和汇率，美联储的加息或降息决定美元的走势，直接影响人民币汇率。第三，中美关系，特朗普上台对人民币汇率的影响将是事件驱动。第四，央行外汇市场政策，我国实施较强的汇率维稳信号，短期内对市场汇率走势有很大影响。

中国外汇市场和股票市场的差别在于外汇市场以机构为主，人民币汇率在银行间市场形成。1月13日外汇市场指导委员会会议不但再次重申“三个坚决”，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，同时也加强了对于部分市场机构行为的指导，这对于人民币汇率维稳也有很大的作用。虽然2024年人民币汇率跌破7.30，有传闻称许多人使用了5万美元购汇额度，但数据显示，2024年服务贸易购汇总额仅相当于年均住户人民币存款余额的1.8%，未形成普遍的恐慌性购汇行为。

精准施策，全面促进中国宏观经济调控迈向第二阶段

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）

联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）上的发言

一、2024年中国宏观经济的三大共识

经过2024年的艰辛与坎坷，2025年初之际大家对中国经济达成了一系列共识，这些共识也在党的文件中得到了充分体现。一是中国宏观经济面临的逆风向因素是多元的，既有周期性因素，也有结构性和体制性的因素。因此，中国宏观治理的方案也必须是多元化的。二是任何一个逆风向因素的影响都是巨大的，其叠加所导致经济下行的压力也是前所未有的。因此，对冲工具的种类和政策力度都必须超常规的——这也是中央经济工作会议的重要结论之一。三是去年9月份以来推出的一揽子增量政策所取得的显著成效证明了我们已经初步把握了中国宏观经济低迷的成因。因此，在现有政策框架上持续加力成为当前工作的核心。中央经济工作会议的核心精神就是要求在货币政策和财政政策等多个层面持续加力。从政府文件到市场预期的传递，这三大共识将有效促进政府文件转化为市场信心和有效预期，是推动经济进一步企稳的关键。

二、深度调整时期宏观经济治理的三个阶段

2025-2026年中国宏观经济调控与治理是否就是2024年政策体系的简单延续和加码呢？回答这个问题需要我们首先认识到中国宏观经济调控正初步完成第一阶段的任务，开始向第二阶段迈进。

一般而言，一个大规模经济体的宏观经济深度调整和治理分为三个阶段。

第一阶段，以治表与治标为主，直接对冲经济下行的压力，解决宏观经济出现的“低温症”问题，阻止宏观经济指标过度回落，避免系统性风险的爆发。目前从房地产市场和股票市场的参数，以及物价指数、金融流动性、消费、投资等指标来看，中国宏观经济已出现回稳迹象，宏观经济面临的“低温症”得到了有效缓解，因此第一阶段的目标已经初步达成。

第二阶段，在“低温症”得到缓解的基础上进行对症下药、标本兼治。一方面，继续保持刺激的力度；另一方面，找到“低温症”产生的核心原因，制定标本兼治的解决方案，而不是简单地以治表为主。改变第一阶段“头痛医头、脚痛医脚”的急就章模式，逐步过渡到第二阶段“**精准施策，对症下药**”的模式。

第三阶段，在精准施策的基础上对体制机制进行深度的、大幅度的调整，从根本上解决本轮经济深度调整中暴露的各种深层次问题，使经济发展步入到新均衡轨道之中。

中国宏观经济调整在第一阶段取得了初步胜利，因此，如何有效推进第二阶段的工作，同时为第三阶段的实施做好准备，成为当前需要重点关注的任务。

我们需要对当前中国宏观经济逆风向的各类因素进行深入梳理，根据其根源、本质及其产生的冲击水平进行排序，从而明确宏观经济调控的核心要点及治本举措。

目前，对于中国宏观经济出现深度调整的原因有多种观点：一是“中美冲突论”，认为是外部环境恶化导致中国宏观经济陷入困境；二是“消费不足论”，认为宏观低迷的原因是由于收入、财富、信心等因素的变化导致了消费降级和消费收缩；三是“轨迹过剩论”，认为新旧供给的过剩导致企业利润下滑，进一步导致收入下降、失业上升、消费不足和进一步的产能过剩与内卷；四是“房地产危机论”，认为是房地产市场的深度调整导致需求下滑、债务高筑和供给过剩；五是“资产负债表衰退论”，认为资产负债结构的显著变化导致负债管理的全面启动，进一步导致市场主体大幅度收缩。

这五种观点是否抓住了本轮中国宏观经济低迷的深层次的本源需要我们深入斟酌，需要我们梳理出最为本源的因素，把握中国宏观经济面临的主要矛盾及其主要原因。

首先，尽管外部环境对中国经济造成了巨大压力，但外需始终是中国宏观经济稳定的重要基石，也是中国经济表现超预期的重要因素。因此，可以初步排除外部环境的变异是中国宏观经济低迷的深层次原因。**尽管2025年外需的影响力度可能会进一步增强，但它并非宏观经济深度调整的根本原因。**

其次，消费不足的问题可以从社会消费品零售总额增速回落中得到反映。但是，如果将内需变化与供需结构变化进行分析，会发现供需变化中最为剧烈的并非消费品，而是投资品，因为消费品价格的下降幅度显著低于投资品价格的下降幅度。因此，消费下滑只是基础性和

表象性问题。进一步需要探讨的是：是什么因素导致了消费下滑？是什么引发了消费供需的变化？又是什么导致了投资品供需的变化？**基于此，大规模实施消费对冲和投资对冲是第一阶段宏观调控中防止经济“低温症”的重要手段，也是第二阶段的重要基础。但扩内需依然是治标而非治本之策，需要挖掘引发内需收缩的深层次原因。**

关于供给问题，我们可以观察到，中国局部产能过剩的现象是周期性的，每七至八年就会出现一波。在当前周期中，产能过剩呈现出一些新现象，形成的原因不仅来源于朱格拉周期，同时也来源于分权体系带来的内卷，更来源于中国市场秩序的恶化。但这些因素很难解释这次产能过剩的幅度和在需求侧、资产端所表现的恶化程度。

从资产负债表来看，任何市场主体的资产负债变化必然是多种基础参数调整的结果，同时又会形成下一步经济循环和市场主体决策的重要影响因素。资产负债表的变化是结果也是派生的原因，但绝对不是终极原因，针对资产负债表的管理依然是治标的。

综合上述的疑问，我们会看到各类供给端、需求端、资产负债端的超常规变异都与中国增长范式的裂变有关，都与中国房地产前所未有的深度调整密切相关。**当前最为核心和根本的因素是房地产的深度调整。**这一调整会在实体经济需求端、资产负债表的资产端和金融角度的负债端产生深远而急剧的影响。具体来看，房地产领域的变化不仅对房地产消费、房地产投资支出、房地产信贷以及企业和个人的抵押品、政府收入等关键参数产生集中性影响，同时还牵涉到一系列增长模式和增长体制的深层次原因。**因此，在第二阶段的宏观调控中，精准施策、对症下药的重点应放在房地产领域，特别是对房地产进一步大规模的对冲。基于此，在宏观调控进入第二阶段时，必须更加突出房地产调整的战略地位，房地产相关政策需要进一步发力，并将其上升到新的高度。**

三、宏观经济政策调整的关键点

在当前政策组合持续加力方面，应着重把握以下四个关键点。

第一，积极的财政政策是市场关注的核心和深度治理的重要支柱。实施更加积极的财政政策不宜过度关注赤字率，而是应该更加注重广义财政支出的增长速度，2025年和2026年广义财政支出的正增长是更加积极的财政政策的核心。因为，当收入端出现下滑和收缩时，仅以赤字率为核心来衡量政策的积极性并不准确。我们应从市场主体的实际感受出发，重新定

义财政政策的“积极”内涵，这一内涵体现在广义财政支出的正增长之上，其增长速度应与名义 GDP 的目标增速（约5%）相匹配。

第二，实施积极的财政政策必须辅以更加积极的货币政策进行配合，货币政策的宽松和积极对于防止经济“低温症”、避免通缩具有同等的重要意义。

第三，当前的逆风向因素将持续较长时间，所以，更加积极的宏观政策必须具有跨年度的视野，最好能够以两年的时间跨度对各项指标进行系统安排，同时向市场释放更加积极和持续的政策信号。这有助于消除市场对政策稳定性的担忧，进一步增强市场信心。

第四、更加积极的财政政策与货币政策的落脚点不宜过度泛化，必须集中在基础性和根源性的问题之上，保持内需名义增长持续扩充的同时，必须聚焦于房地产的调整与治理之上。稳房地产是中国稳信心、稳预期和打破恶性循环的关键，超常规出台房地产救助政策和改革措施在宏观治理第二阶段十分关键。

在这些政策要点把握的同时，我们应抓住宏观经济深度调整带来的六大战略窗口期，积极开启新的改革措施，标本兼治，稳定市场预期与信心。

一是抓住房地产价格大幅度下滑的契机，大规模开展房地产收储，全力推进新型城镇化。这不仅有助于化解房地产市场深度调整的困局，而且可以有效解决农民工住房问题，全面推动新型城镇化发展。在以往高房价的环境下，政府不仅难以支撑保障住房的高额成本，同时也没有任何动力来快速推进社会建设，解决农民工住房和社会福利问题。房地产价格持续低迷是难得的战略契机。

二是抓住当前国债收益率创新低的时机，大规模发行国债，为深化改革和扩大内需提供持续的资金支持。国债市场扩容需要找到低成本的扩张时机，而当前无疑是一个重要的窗口期。

三是利用宏观负债端高企的现状，适时推动资产端调整，以资产端的优化调整加速社会体系的建设，为经济发展提供相应的社会保障支持。

四是抓住当前市场低价乱象的契机，改革价格形成的微观机制，整顿市场秩序，推进统一大市场建设。重点是治理非规范性竞争和平台经济，遏制低价恶性竞争现象，形成良性的市场竞争秩序。

五是针对地方政府债务高企的问题，开启地方政府综合改革，重新构建地方政府的目标与功能定位，从而拉开中国政府改革的实质性序幕。

六是在中美冲突的背景下，推动中国的制度型开放、自主开放和单边开放迈向新阶段，进一步增强中国经济的韧性与竞争力。

抓住六大战略窗口期，通过一系列改革措施的推进，中国经济将能够从宏观治理和宏观调控的第一阶段顺利过渡到第二阶段和第三阶段，从而实现行稳致远，迈向新的均衡与新发展阶段。

稳住价格既需要精准施策，也需要大水漫灌

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）上的发言

2024年中国经济在外部压力增大、内部困难增多的背景下，经过艰难努力实现了5%的预期增长目标，得来不易。即便在2024年达成既定目标的情况下，中央依然看到了我们社会经济生活中出现的一系列困难和问题，对问题有清醒地认识。理解中央对形势的判断为我们分析2025年宏观政策调控奠定了基础。

一、当前我国宏观政策调整转换的逻辑

2024年年初开始，我国宏观调控已经释放出调整信号。早在2024年初，我通过学习研究2023年中央经济工作会议内容以及2024年两会报告中相关政策的一些重要提法，体会到中国经济政策调整已初现端倪。例如对于经济增长目标的描述进行调整，将经济增速置于质量之前，更注重经济增速；将扩大内需和供给侧结构性改革并列，并置于供给侧改革之前，反映出中央层面开始将经济增速和扩大需求纳入到宏观政策的框架之内。此外，两会报告还将2024年通胀目标定在3%左右，反映出在经济下行压力不断加大背景下，中央层面清楚地认识到推动价格企稳回升的重要性。

超常规、逆周期，宏观政策转向更加积极。尽管中央关于政策调整的方向是明确的，但在去年三季度之前宏观政策的一致性和力度稍显不足，这就导致从去年二季度开始中国经济面临较大的下行压力。9月底以来，中央出台了一系列针对消费、资本市场、房地产及地方政府债务等核心领域的增量措施，宏观政策环境明显改善，四季度宏观经济数据较前三季度有了显著提升，对全年经济增长目标的实现提供了有力支撑。去年底中央政治局会议和中央经济工作会议提出，在当前形势下，需要进一步加大超常规逆周期调节力度，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，整体政策基调更加积极，稳增长重要性进一步提升。

宏观政策既需要精准施策、突出重点，也需要大水漫灌、下猛药，推动整体价格水平企稳回升是2025年经济工作重点任务。当前中国经济既面临中长期的结构性、周期性问题，需

要通过改革来解决，也面临需求不足、价格低迷等短期问题，需要政策持续发力。我认为宏观政策的制定和选择需要“中西医结合”，对于“健康的”经济状况可以通过“中医调理”解决经济运行中存在的中长期问题；但对于已经“生病的”经济状况则需要“对症下药”，针对性的解决经济运行中出现的关键问题，待经济恢复健康后再开始固本培元。当前价格水平持续偏低是宏观经济面临的突出问题，不仅影响生产端企业的盈利能力，还会对需求端消费者的消费行为以及整体经济健康产生负面影响。因此需要抓住和优先解决价格水平偏低的“牛鼻子”，再去解决中长期的问题。目前，我们已经看到的促进价格企稳回升方面强有力的增量政策并不多，因此，我期待在未来两会以及后续中央的政策中能够有更大的力度、超常规的政策落地，推动价格信号的明显反转。

二、推动价格水平企稳回升刻不容缓

价格企稳是经济企稳的重要标志。价格是市场供给和需求共同作用的结果，是反映宏观经济形势和运行特征的重要参考指标。通常而言，价格走势和宏观经济走势基本上是同步的。在经济上行期，价格水平随之上扬，经济下行期，价格也随之下行。价格问题在我国过去的宏观经济分析中并未受到足够的关注，这是由于宏观经济所处的阶段有所不同。当前我国经济面临的下行压力较大，同时面临周期性、结构性等中长期问题，稳价格刻不容缓，不仅有助于提振市场预期，还能够促进经济筑底回稳。

价格偏低造成宏微观体感温差，微观主体对经济复苏感受不深。尽管2024年经济实际增速顺利实现5%的增长目标，但居民和企业等微观主体对经济复苏的感受并不明显，甚至觉得经济状况依然偏冷，其中核心问题在于落到每个企业、每个消费者真实感受上的是价格。2024年代表宏观价格水平的GDP平减指数仍处负区间，同比增长-0.8%，尽管降幅较上年收窄0.2个百分点，但仍连续七个季度为负，导致微观主体体感“偏冷”。从直接反映价格水平变化的CPI、PPI来看，2024年CPI累计同比涨幅0.2%，整体价格水平依然低迷；PPI累计同比增长-2.2%，连续24个月处于负增区间，这实质上是通缩的一种表现。

房价止跌企稳是价格企稳的重要标志，稳房价对于稳价格至关重要。资产价格是微观价格水平的重要体现。房地产行业作为中国的一个节点性行业，房产占居民资产的比重超六成，房价的下行将削弱居民部门资产负债表，进而影响金融体系和整个宏观经济。此前居民部门收入随着房地产资产价格上升所带来的财富效应持续提升，并且通过加杠杆的方式加速自身资产负债表的扩张，进一步加剧这种财富效应的显现。统计资料显示，随着目前房地产价格

的回落，财富效应收缩，居民资产增速大幅下滑，从2017年的24%下行至2023的2.2%，显著低于GDP增速，同时，2022年至2023年中国人均资产损失（包括房产与股票）约为人均6万元，导致居民财富和收入出现较大缺口，进一步抑制其消费和投资需求。

一揽子增量政策对于股票市场价格水平的提升最为显著，但效用有限。股票市场价格也是资产价格的重要体现。9月一揽子增量政策以来，股票市场出现了一波强劲反弹，尽管此后出现了反转波动，但总体来看上证指数和深证指数较此前低点都增长了20%左右。股票市场价格回升对于包括保险公司在内的资产管理机构盈利的“由负转正”至关重要，但对其他领域的效用提升并不明显。并且长期来看，资本市场价格水平的改善与经济基本面高度相关，因此仅仅依靠政策带动资本价格的反弹难以长久。此外，债券价格也是资产价格的重要组成部分。目前来看，10年期国债收益率已经降至1.6%左右，也一定程度上也反映出当前资产价格水平的低迷。

三、宏观政策调整亟需“下猛药”，扭转价格持续偏低局面

价格对于微观主体信心恢复至关重要，价格水平持续低迷背景下，很难看到整个经济企稳。因此当前经济工作的当务之急是要通过政策干预引导价格信号能够恢复到一个正常水平，从而对整个社会信心形成指引。

（一）10万亿现金补贴提振消费，提振需求促使价格企稳回升

提振消费对于价格水平企稳回升至关重要。当前有效需求不足特别是居民终端消费偏弱的问题比较严重，供需失衡之下价格水平持续偏低。2024年社零额同比增长3.5%，总体来看增速不高，并且从最终消费对于经济增长的贡献率来看，呈现边际走弱的态势。这背后一方面受居民部门当期收入降低、预期收入偏弱所导致的消费意愿降低、扩表意愿不足影响，另一方面也与居民部门“捂紧钱袋子”、有钱不消费等思想观念有关。因此提振消费的重点在于如何改善居民部门现金流、提升其消费能力和意愿，最有效的办法就是直接给居民部门派发现金。

相较以旧换新政策，直接向居民部门派发现金对于提振消费而言更加公平、更加有效、更加必要。当前我国提振消费主要依靠消费品的“以旧换新”政策，我认为对该政策还需要冷静分析。目前来看，“以旧换新”政策本身仍有一些问题有待厘清，例如支持哪些消费品部门以旧换新、为什么支持这些部门以及以旧换新政策的效率究竟如何等问题均尚未明确，

并且在该过程中还存在潜在的寻租问题。因此直接向居民部门派发现金才是更加公平、更加有效、更加必要的举措，我还是赞同通过给居民部门发放10万亿现金补贴或消费券来扩大消费。

派发现金本身也是一次性财政赤字的扩张，当前形势下突破赤字红线十分必要。美国在疫情期间通过向居民部门派发现金大幅缩短疫情对其经济的扰动，但也使其财政赤字率突破10%，2020年和2021年的财政赤字率分别达14.9%和12.4%。因此对于我国当前形势而言，短暂突破财政赤字红线是十分必要且完全可以承受的。从资金来源来看，一方面可以通过发行超长期国债来解决，另一方面还可动用国有企业利润进行补充。目前来看，我国国有企业利润仍保持正增长，2023年国有企业利润达4.6万亿元，拿出1年全部利润或部分利润来提振消费也是可以承受的。另外，通过减少部分财政用于基建项目的投资，也可筹集到部分资金，这两个措施都不需要扩大财政赤字。因此向居民部门发放10万亿现金补贴或消费券来扩大消费是有基础的，也是能够实现的。

（二）控总量、调结构、松限购，促进房地产价格止跌企稳

房地产价格问题是个综合性的问题。房地产是我国居民财富的主体部分，随着房地产供求关系发生较大变化以及房地产政策调整，房价自2021年以来逐步进入下行通道。倘若房价进一步下滑，部分通过贷款购买房产的中低收入群体或面临负资产的问题。因此如何扭转房地产价格下行趋势是当务之急。9月房地产新政以来，四季度房地产销售边际回暖，房价触底迹象显现，一二线城市新房、二手房销售面积和价格边际回暖，释放出积极信号。后续如何把握和扩大房价上升势头非常关键。

稳地产要从供需两端入手，加快市场“出清”。市场供过于求是房价下行的主因，因此解决房地产市场供过于求的问题，首先需要严控供给。当前房地产市场供给面临阶段性过剩甚至总量过剩的风险，特别在价格下行期一切扩大供给的措施都不是好措施，因此要严格控制除保交楼外的一切新开工，向市场传递出清的信号。需求端可以围绕保障房做文章，调整存量结构，筑牢去库存底座。消化存量一方面要加大收储力度，通过将商业楼宇改建成保障房等方式消化库存；另一方面，通过补贴保障房顺价销售加大去库存力度。高房价背景下，我并不赞成完全由地方政府把闲置的房子买下来，一是政府收购的数量十分有限，二是政府收储存在公平、效率等很多问题，因此建议通过十万亿的补贴或减免交易税费等方式，推动保障房顺价销售，既可以增加住房需求，也可以消化存量商品房。

此外，对于高价商品房要全面放开限购。当前形势下，北京、上海等一线城市放开限购也不一定能够推动房地产价格上行，因此保持一些限购措施并无必要。对于高价商品房，应当鼓励高收入人群购买，其购买后还会增加政府税收收入；对于中低收入群体，可以通过保障房满足其住房需求。因此我认为应当坚定不移的放开所有限购，坚定不移的鼓励支持房价上升，这对于房地产去库存非常重要。

（三）地方政府清偿拖欠企业的账款是提振市场主体信心、实现价格正向循环的重要着力点

当前部分政府部门和事业单位拖欠企业应收账款问题较为严重，影响企业信心，不利于价格正向循环。根据我们自己估算，政府拖欠企业账款规模大约在13万亿左右。对于拖欠账款问题，我认为可以通过十万亿债务置换进行偿还。当前一些拖欠企业账款的账龄已经非常久了，政府信誉度已经有很大的降低，并且拖欠款问题的影响还会扩散至基层，影响上下游的企业向员工支付工资，造成了企业周转困难，甚至关停，引发就业问题。因此十万亿的债务置换非常必要，并且这10万亿并不会增加债务总和，只是调整了债务结构。

此外，还可将地方政府平台公司的债务转化为政府债务特别是中央政府债务，一方面有助于扩大政府债券特别是国债的基数，增加市场内部的国债供给，提升市场交易活跃度，另一方面也会减少地方政府举债，降低债务成本。目前仍有部分地方国企借入非标债务，部分债务利率还在6%以上，显著高于2%的国债利率水平，通过国债置换能够节约大量的利息支出。

一直以来，我国的宏观经济政策总是留有余地，在当前形势下，亟需将此前积累的政策余地集中释放，立竿见影的解决问题，使经济回到一个充满信心、正向上升的通道中。

影响2025年人民币汇率走势的四个主要因素及应对

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）上的发言

一、影响2025年人民币汇率走势的主要因素

第一个影响因素是国内经济复苏状况。去年9月底以来的政策转向推动了经济明显回升，这有助于改善人们对中国经济复苏前景的预期。去年年底的中央经济工作会议明确，2025年将实施更加积极有为的宏观经济政策，包括更积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并加强超常规的逆周期调节。这将推动中国经济持续回升向好，促进实际经济增速向潜在产出逼近，有助于收敛负产出缺口，为人民币汇率稳定提供支撑。特别是，若2025年实现名义经济增速重新超过实际经济增速，GDP 平减指数由负转正，这将意味着国内总供求状况趋于改善，对稳定预期、提振信心大有裨益。当然，汇率作为相对价格，2025年人民币汇率走势不仅取决于国内经济恢复情况，还取决于海外，尤其是美国的经济和货币政策走势。

第二个影响因素是美元利率与汇率。普遍的观点认为，若美联储停止加息甚至启动降息周期，美元贬值将不可避免。然而，我们此前已提出，美联储不加息或开启降息周期并不等同于美元指数拐点的出现。自去年10月以来，人民币汇率的回撤部分与美联储宽松预期减弱、美债收益率重新走高以及美元指数再度走强有关。特别是根据美国财政部国际资本流动 TIC 数据显示，自去年9月以来全球出现美元荒现象，去年第三季度美国吸引的全球证券投资净流入创下单季历史新高。自去年9月起，美联储连续三次降息。去年11月，美联储表示仍面临紧缩不足或紧缩过度风险。12月最后一次降息时，美联储表示需考虑放慢降息进度。

未来美联储降息的节奏和力度存在较大不确定性。从历史经验看，1994-1995年紧缩周期后，虽实现软着陆，但美联储降息空间有限。1995年降息三次后，1997年3月重启加息。亚洲金融危机蔓延至美国后，1998年预防式降息三次，1999年下半年再次重启加息。软着陆状态下降息空间不大，且不可能永远维持，终点要么是不着陆重启加息，要么是硬

着陆，如2001年1月3日紧急降息50个基点，1月31日议息会议期间再度降息50个基点。特朗普重返白宫增加了美国经济和美联储政策的不确定性，其去监管政策和驱逐移民政策可能推高美国通胀中枢，引发的全球贸易局势和地缘政治紧张也可能推高美元指数，未来美元利率和汇率走势存在诸多变数。

尽管市场预期美国经济基准情形是软着陆，但也应关注美国经济硬着陆风险，存在三大因素可能触发美国经济硬着陆。一是高科技股泡沫破裂，若类似2000年互联网泡沫破灭的情况出现，将对美国经济产生较大负财富效应，拖累经济增长；二是特朗普大规模驱逐非法移民可能拖累美国经济增长；三是美联储货币紧缩超预期，引发风险资产对美联储紧缩预期重新定价，加剧经济金融动荡，历史上紧缩周期中此类情况多次发生。尽管目前风险看似不大，但危机的发生往往是非线性的。

第三个影响因素是特朗普对华经贸政策。特朗普竞选期间对中国发出高关税威胁，不仅限制中国直接出口，还试图打击中国间接出口，意在将中国排除在全球产业链供应链之外。若该威胁完全兑现，考虑到中国稳增长对外需依赖较大，短期内必将受到冲击。然而，特朗普2.0与1.0存在显著差异。在其首个任期内，对中国的关税威胁对人民币的影响主要体现在心理层面，因市场对中美经济脱钩无心理准备，故被视为“黑天鹅”事件，引发市场重新定价。实际上，当时外汇供求关系并未明显恶化。如今，市场对关税冲击已有一定预期并部分定价，去年10月以来人民币汇率回撤部分原因与特朗普交易回归有关，其中就包括对中国关税威胁的影响。同时，自2018年以来，中国企业加大了经贸关系多元化和全球分散化布局，对关税冲击的应对更具韧性。中国政府也明确提出要防范化解重点领域风险和外部冲击，对外部不确定性挑战严阵以待，并将加大政策对冲力度。

二、中美经贸关系对人民币汇率的影响

特朗普对人民币汇率的影响将是事件驱动型。市场有猜测，中美可能就人民币升值达成所谓“新广场协议”。但这种可能性或必要性均不大。从2020年初达成的第一阶段经贸协议来看，中美在汇率政策上已有共识。该协议一方面肯定了汇率浮动或灵活性的积极作用，有助于吸收内外部冲击；另一方面强调避免竞争性贬值。这两方面要求对中美双方均有约束力，并非仅针对中国。此外，汇率问题的仲裁权归国际货币基金组织，而非美国单方面决定。因此，从这些方面来看，“新广场协议”的必要性和可能性均不大。此外，若

中美在经贸问题上达成新协议，意味着经贸纠纷和解，这本身将有助于改善市场情绪，提升人民币汇率。

尽管中美之间未有新广场协议，但在以下四种情况下，人民币仍有可能升值。一是**特朗普关税威胁兑现不及预期**，可能改善市场情绪；二是**中美就经贸问题进行积极磋商**，也会提振市场情绪。近期，随着特朗普重返白宫日期临近，其对中方释放了诸多信号；三是**特朗普交易大幅回撤**。去年四季度以来，美元指数冲高走强，部分源于市场对特朗普政策的期待，导致特朗普交易驱动美元强势。然而，若特朗普入主白宫后改革计划推进不及预期，可能出现2017年的情况，即特朗普交易大幅回撤，当年美元指数单年下降近10%；四是**我国外贸出口和经济复苏超预期**。去年年底，我国外贸情况好于预期，部分原因是抢出口。若出口持续保持当前程度，可能超出预期基准情形。若改革和政策支持到位，经济复苏超预期，尤其是物价温和回升，将对人民币汇率提供有力支持。

第四个影响因素是央行外汇市场调控政策。去年年底中央经济工作会议公报连续第三年提到保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，这在“8.11”汇改以来尚属首次。当前，统筹内外部平衡任务繁重，相关部门也采取了增发离岸央票、提高跨境融资宏观审慎调节参数等措施，释放出强烈的汇率维稳信号，短期内汇率政策对市场汇率走势影响显著。

三、人民币汇率的市场机制与政策应对

中国外汇市场与股票市场不同，主要以机构为主，人民币汇率在银行间市场形成。1月13日外汇市场指导委员会会议不仅重申“三个坚决”，还加强了对市场机构行为的指导，明确提出坚决处置扰乱市场秩序的行为，将加强对外汇自律机制的指导，进一步强化行业自律管理。会议明确要求外汇市场自律机制成员以**服务实体经济为首要任务**，为企业和居民提供稳定的汇率环境，坚持汇率风险中性，自觉遵守自律规范，不得扰乱市场秩序。这对外汇市场的稳定具有重要作用。

需要指出的是，现实中，不存在绝对最优的汇率选择，任何政策选择都是目标权衡和利弊取舍的结果。在汇率维稳的基调下，外汇政策面临“不可能三角”。当外汇供求失衡时，要么通过汇率浮动来出清市场，要么不动用价格杠杆，而是采用数量工具，即外汇储备干预或资本流动管理。相关部门应做好情景分析和压力测试，拟定应对预案，提前做好准备。

此外，今年以来在岸人民币汇率交易价跌破7.30，市场上有传闻称许多人用足了5万美元购汇额度，这是否会影响央行稳汇率的努力？个人用汇确实对外汇供求关系有一定影响，但若以数据而非故事来分析，这种影响有限，并未形成普遍的恐慌性购汇行为。2024年，全年服务贸易购汇相当于当年年均住户个人人民币存款余额的比例为1.8%，该比例较2022年的1.3%略有上升，但低于2005-2013年人民币单边升值时期的均值2.7%、2015-2019年人民币承压时期的均值3.7%，同时也低于国际货币基金组织在评估中国外汇储备充足率时为M2设定的5%门槛。因此，尽管存在个人购汇行为，但并不具备普遍性。

最后，提出以下对策建议：**不确定性是最大的确定性**。对于政府部门而言，应在情景分析和压力测试的基础上拟定应对预案，不断充实汇率维稳工具箱，从最坏处打算，以争取最好的结果。对于市场主体来说，应坚持风险中性原则，控制好货币敞口和汇率风险。

四季度经济数据解读与市场信心提振策略

闪辉 高盛首席中国经济学家

以下观点整理自闪辉在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）上的发言

一、四季度 GDP 数据的实际增长高于市场预期

从四季度数据中可见，政策发挥了重要作用，但同时也存在一些一次性因素。例如，特朗普胜选美国总统后，出口商“抢出口”对四季度经济形成了一定支撑，12月工业增加值增长6.2%，高于市场预期的5.4%。此外，今年春节较早，12月官方非制造业 PMI 显示，建筑业和服务业均有显著上升，这与春节前建筑行业赶工等相关因素有关。然而，这些因素并不具备可持续性。“抢出口”虽然提升了四季度出口，但未来一季度或第二季度的出口情况还需视后续关税状况而定。

以旧换新政策对家电和汽车消费有显著的提振作用。四季度，社零中的家电销售同比增速达33%。但需要考虑的是，即便2025年全年持续推行该政策，虽能维持家电销售的水平，但其环比增速难以持续上升，其效果对经济增长拉动的可持续性存疑。特别是2026年及以后，若政府停止补贴，销售出现下滑，可能会拖累经济，这一问题值得深入考量。

综上所述，第四季度的数据优于预期，然而其中存在诸多一次性因素。从经济预测及2025年发展态势来看，持续的政策支持仍是必要的。

二、投资人对中国经济的看法

在高盛香港宏观大会上，我们向投资人询问了对中国经济及股市的看法。与2024年初相比，2025年初的调查显示海外投资人对中国中期发展增速的看法有所下滑。2024年，多数投资人预计中国未来5年的平均增速为4%-5%，而2025年则更多地选择了3%-4%。然而，对于中国股市，投资人却表现出更为乐观的判断。2024年初，他们普遍认为在未来12个月MSCI 中国指数将持平，无明显回报。但在2025年初，海外投资人预期该指数将在未来12个月有10%的回报。这一现象颇为有趣。尽管投资人对宏观基本面持谨慎态度，但由于去

年9月份政策转向中特别强调了对股市的支持，他们认为股市底部已现，且预期今年将有10%的回报。

我们研究经济政策时发现，中国政府在新闻发布会及相关政策表述中，明显展现出提振信心与经济的强烈意愿，甚至使用了一些像“超常规”和“非常积极”这样的措辞。然而，无论是海外还是国内投资人，似乎尚未感受到信心有显著提升，这种差异可能源于以下几个方面。

政府持续强调实际GDP增长，然而在与投资人交流中发现，他们更关注名义GDP和通胀。政府在设定本年度经济增长目标在5%时，可能希望彰显对经济的重视及对经济总量的要求，从而给予市场信心支持。但投资人对此反而持悲观态度，因为今年面临诸多逆风因素，如特朗普上台、关税问题以及国内诸多不明朗情况。在这种背景下，若坚持5%的经济增长目标，一旦经济内生增长动力不足而出现下滑，可能需通过投资和生产来支撑实际经济增速，以确保实际GDP增速达到5%。然而，这可能导致更严重的供大于求、更大的价格压力，甚至为未来国际贸易摩擦埋下更多隐患。**从这一角度看，政府虽意图通过设定较高的实际GDP增速来提振信心，但市场实际上更希望听到有关名义GDP增速和通胀方面的明确目标。**

当前政策约束较多。近期，美元走强，其他货币相对美元走弱，但中国政府由于稳定汇率的要求，央行降息降准的动作可能被推迟。对于投资人，尤其是海外投资人而言，金融状况指数是其关注的重点。在经济下行时，央行和财政应营造宽松而非紧缩的金融状况指数环境。然而，若坚持在美元走强时保持汇率稳定，其他因素则退居其次，金融状况指数则会收紧，这与海外投资人的预期和理解相左，**导致政府想传达的信息与市场期望听到的信息存在差异。**

与政府在新闻发布会及文件通稿中常使用的和提供方向性参考语言相比，市场期望听到具体的刺激规模及政策执行细节。例如，财政部虽在近期新闻发布会中强调扩大赤字，但这一说法已多次提及，具体赤字数额需待两会揭晓，因而对市场的影响有限。市场并不满足于反复听到“积极”、“扩大”等笼统表态，而是渴望知晓确切数字，这反映出双方在沟通层面及所期待的信号上存在不同步的情况。

三、提振信心的三个视角

1、针对以往已发生的风险性事件的领域，如地产、城投和中小银行，需制定一个全面的大局方案，让市场对未来有可预见性。该方案不仅要解决今年的困境，更要规划未来几年政府打算如何应对地产、城投和中小银行风险。向市场传达这一方案，将极大提振市场信心。例如，地产下行已进入第四年，市场上仍有关于个别企业的新闻，引发市场波动担忧。我们估算2023年底地方政府隐债的整体规模约在60万亿。去年11月，10万亿化债计划获批后，海外投资人首先关注的问题是，另外50万亿隐债如何处理。因此，向市场提供一个全面的解决方案有助于减少不确定性，从而稳定信心。

2、逆周期调节力度应足够大且具有持续性。即使在去年同季度基数较低，导致本季度经济同比增长压力不大的时候，政策也不应回撤，而应保持持续性宽松。只有连续地维持宽松政策，才能有望扭转市场信心。若在信心稍有好转时便回撤政策，信心修复过程将极为缓慢且困难。

3、结构性长期调整改革需尽早布局。在周期性政策发力营造良好环境之际，正是启动改革的良机。如此，待财政发力后续逐渐减弱之时，改革措施将结出硕果，为长期持续增长提供有力支撑。

2025年经济决策框架与物价稳定策略

李超 浙商证券首席经济学家

以下观点整理自李超在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年1月）上的发言

一、当前决策框架变化的四个层次

第一层次为中美博弈，亦称百年未有之大变局或修昔底德陷阱。**第二层次是社会稳定**，需避免大规模动荡。**第三层次为结构转型**，即从以三产为主导转向以二产为主导，告别房地产，拥抱制造业。**第四层次涉及经济增长问题**，如5%的经济增长目标、产能过剩、物价稳定以及资产负债表调整等相关问题。

在考虑政策转向时，不应仅因经济增长指标恶化而转向，中央推进结构转型才是关键。经济增长过度依赖房地产，地方政府、财政政策和货币政策之间形成了复杂的捆绑关系，要实现以制造业为主的高质量发展，需要解决这些深层次问题，但解开这些捆绑关系的难度较大，且需付出一定代价。中央对此有充分准备，但在中美博弈、社会稳定等更为重要的问题面前，政策转向可能发生。2025年是一个关键年份，特朗普即将上台，中美关系走向对政策出台节奏影响重大，两国元首通话等互动也体现了双方的友好姿态。

在当前背景下，需思考美国在共和党和民主党选举中呈现的情况。民主党主要因通胀问题而失利，共和党及特朗普亦进行了反思。从政策取向看，首要目标是控制通胀，然而其多数政策如加征关税、清理非法移民等却可能推升通胀。初期，控制能源价格是推动价格下行的主要因素，政策主导包括给予能源补贴及寻求盟友支持，优先开采页岩油和页岩气等传统能源。关税和清理非法移民等措施虽也会涉及，但非主导因素。**从短期中美关系看，以缓和为主导的趋势较为明显。**若以缓和为主，国内政策刺激政策出台速率可能会逐渐放缓。去年9月政策出现重大转向，政策集中度可能会适度降低。后续还需考量双方是否采取对抗性措施、社会稳定等其他因素，再决定是否增加刺激变量。在当前短期阶段，政策层面已观察到中央银行停止购债、短端利率抬升等现象；从金融稳定视角看，债券杠杆、汇率和国际收支等方面也出现了一些短端变化，这些均属短期行为。

二、中央经济工作会议的重点与物价问题

首先，促进物价合理回升被纳入中央经济工作会议讲话稿，虽未置于特别突出位置，但这一变化体现了对物价持续下行问题的重视。然而，由于其位置不够显著，仍需结合显著位置的表述进行深入思考。会议主要强调经济、物价、就业三方面的稳定。在物价稳定方面，货币政策措辞有所调整，从“社会融资总规模货币供应量与经济增长、物价水平相适应”改为“与物价总水平的预期目标相匹配”。物价总水平与物价水平有何区别？以往所言物价水平较为简单，主要对应消费品价格，比如将CPI控制在3%左右。而物价总水平则包含工业品价格。若将工业品价格与消费品价格统筹考量，最接近的概念即为平减指数。

平减指数是名义GDP与实际GDP的差值，其稳定状态为不涨不跌，即平减指数为零。观察地方两会的相关观点，国家设定5%的经济增长目标概率较大。若国家设定5%的经济增长目标，且内嵌的平减指数为0%，则名义GDP目标亦为5%。要实现约5%的名义增长，需解决当前平减指数为负值的问题，需使用有效方法论。中央经济工作会议已选定消费为有效方法论，而历史上要有效提升处于低位的物价，多依赖房地产。90年代末东南亚金融危机及地方国企改革时期，中国物价水平面临巨大压力，最终通过房地产市场化改革及加入WTO，内外需共振解决了问题。2012年至2015年，中国PPI连续40个月为负，2016年初开始实施基建地产双轮驱动，配合供给侧结构性改革，形成限产，供需同时发力，结束了低物价状态。然而，鉴于决策顺序中第三层次为结构转型，不再依赖房地产，因此此次不应过高期望房地产政策。房价上涨带动炒房预期或通过房地产释放信用的概率均较小。

三、促进物价回升的方法与消费券政策

在促进物价回升方面，国际上有多种方法。一种是货币宽松，目前也提出了适度宽松的货币政策。欧洲和日本多年利率持续降低，甚至降至负利率，并不断实施量化宽松，但最终未能解决问题。相反，美国在2020年采取了巨量的财政货币化措施，央行资产负债表翻了一倍。这些资金发放给民众后，由于民众平时多依赖信用卡消费，且有较大的消费热情国家发放资金后消费速度更快，美国在半年内物价迅速抬升。然而，最终物价失控，导致美联储连续加息。

另一种方法是日本的案例。日本学习美国发放资金，但由于日本人消费习惯节俭，通过消费使用资金的速度较慢，大约用了三年时间日本才走出了低物价状态，结束了三十多年的物价低迷，其三十年国债收益率甚至高于中国，货币政策也实现了正常化。因此，发放资金能够结束通缩，但中国人的消费行为更接近日本而非美国，中国人有节俭和存钱的习惯，故

发放有截止时间点的资金，即消费券，更为合适。尽管各地已尝试多种形式的消费券，但由于地方财力有限，在刺激消费领域，学界和实践领域存在一些分歧。尽管将消费置于突出位置是正确的选择，但具体措施仍需进一步探讨。

第一点分歧在于，有人认为劳动创造价值，应依靠劳动创造财富，以往常提以工代赈，直接发放消费券或资金可能会滋生懒惰。尽管超常规逆周期政策并非因当前经济状况恶劣而提出，主要是为应对外部风险，但该政策毕竟与常规政策不同，难以长期适用。然而，在必要时采取这种措施仍是不可或缺的选择。

第二点分歧在于，有观点认为我国长期以投资为主导，投资见效快，而消费增长缓慢。若侧重消费这一慢变量，不如侧重投资，因为投资能迅速产生效果，且投资资金最终也会流向民众，进而促进消费。然而，当前我国投资的传统变量面临诸多问题，难以再次大规模有效拉动经济。从当前中国地产与消费的变量地位来看，二者已出现根本性变化。以往，地产被视为逆周期变量，消费为顺周期变量，即地产繁荣带动经济和消费增长。此次则为中国首次出现根本性转变，先是经济下行，随后通过提振消费来带动经济，消费好转后产生财富效应，进而可能引发房产置换。因此，地产与消费的地位已发生互换。

在涉及量级问题时，难以精确定义具体数额，如20万亿、30万亿等。以美国的经验为例，从量级角度难以确定准确数字。目前，我国名义GDP超130万亿，对于发放10万亿或20万亿消费券难以精准判断。同时，需要高度关注物价问题，央行强调将物价作为货币政策核心考量，可建立通胀目标制——这是我国历史上未曾采用过的制度。若建立通胀目标制，以易纲行长曾提出的2%黄金通胀为例，以CPI 2%为目标采取财政货币化方式。**不同于美国无限量印钱或利率为0%、负值时采取量化宽松，我国本质上存在区别，可暂称为有中国特色的财政货币配合新机制。**目前央行已开始购债，每月购债2000亿或3000亿。短期因中美关系缓和暂停购债合理，但不能保证长期一直合作，合作中斗争相互交错。若央行加大购债量，如每月购置两三千亿，半年到一年内渐进式增加至一万亿，可实现CPI达2%水平。虽2025年实现有一定难度，但2026年、2027年，以三年左右为中期目标，这可能是我国必经之路。阶段性采取此方式，既不会引发地方政府债务死灰复燃，也不会导致房地产泡沫重现，符合当前经济追求高质量发展、重视结构转型及特殊背景下经济增长与物价稳定协调要求的有效政策。从政策建议角度，应加大对此方面的研究。

消费券本身不宜限制投放领域。当前以旧换新消费方式具有一定透支性，未来应避免限制消费券使用范围及打折，而应允许全额使用，这将有效促使消费行为及时发生。例如，在六一儿童节发放消费券，家长可带孩子购买文具和玩具，消费后工资收入得到改善，从而形成正向循环。美国在2020年疫情以来实施了较大规模的经济刺激政策，即便利率大幅上升，也未出现大规模经济衰退风险。一旦经济形成阶段性正向循环，便能维持较长时间。因此，从政策建议角度看，应下决心解决消费领域相关问题。目前消费领域的政策，如以旧换新、银发经济、首发经济、冰雪经济等，虽有一定消费潜力，但也存在区域性、季节性、兼容性差、活动区域窄小等短板，对于大面积、大量、有效提振总需求，解决物价回升问题，仍面临较大困难。

综上所述，在2025年当前大背景下，自9月底政策转向以来，其延续性预计将持续较长时间。在此期间，不应给予房地产过高期望。**我们坚定地认为，在中国历史上可能首次出现的阶段性特殊情形下，消费有望成为重要的逆周期变量，推动经济增长和物价合理回升。**尽管目前具体方法论的力量有效性尚显不足，但若考虑采取逐月逐季度发放消费券的方式，在避免美国通胀失控风险的前提下，有望实现经济增长和物价合理回升。



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:

