



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第112期）

中央经济工作会议精神解读

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12月



CMF宏观经济热点问题研讨会 第112期

中央经济工作会议精神解读

报告人：邹静娴

2025年12月24日

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公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

中央经济工作会议
12.10-中长期

“五个必须”
方法论-怎么做

“八项任务”
任务清单-做什么

中央经济工作会议

“五个必须”
方法论-怎么做

学习体会：
(以往) 五个更加

宏观经济：
五个思考

“八项任务”
任务清单-做什么

理出经济发展：
三条主线

建议重点关注：
三组指标

（一）从“五个必须” 看政策思路的变与不变

- ✓ “五个必须”：1) 必须充分挖掘经济潜能，2) 必须坚持政策支持和改革创新并举，3) 必须做到既“放得活”又“管得好”，4) 必须坚持投资于物和投资于人紧密结合，5) 必须以苦练内功来应对外部挑战。
- ✓ 定位：“五个必须”是中央基于过往经济实践总结出的**规律性认识**，也为下一步工作提供**思想指引和行动指南**。

(一) 学习体会：总结为“五个更加”

对比去年中央经济工作会议通稿，能感受到以下几点变化，可总结为“五个更加”：

- 1、对经济前景更加有信心
- 2、更加强调主观能动性和经济内生动力
- 3、更加强调政策定力
- 4、更加强调政策协同性
- 5、更加强调协调发展

(一) 学习体会：总结为“五个更加（1）”

1、对经济前景**更加有信心**

对经济形势的整体判断【**不回避问题，但有充分信心**】：

“我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多。这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。要坚定信心、用好优势、应对挑战，不断巩固拓展经济稳中向好势头。”

更具信心，信心何来？

(一) 学习体会：“五个更加（1）”

1、对经济前景更加有信心，信心何来？

① 信心来源之一-经济增速：中国经济在内外压力下实现了经济平稳增长，且宏观治理效能正获得日益广泛的国际认同。

-前三季度5.2%，Q4 $\approx$ 4.6%，全年5%基本无虞，“十四五”即将圆满收官。

-12月以来，各国际机构纷纷调高对中国2025年增长预测。如，IMF、世行12月最新预测，较之前各自上调0.2和0.4个百分点

-预期上调-是判断，更是信号：表明中国经济的转型路径与宏观治理效能正获得日益广泛的国际认同。

(一) 学习体会：“五个更加（1）”

1、对经济前景更加有信心，信心何来？

② 信心来源之二-出口：面对美国的经贸打压，中国出口逆势增长，彰显出中国供应链与出口企业的强大韧性和适应能力。

-通稿中对于外部环境的判断，去年措辞是“**不利**影响加深”→今年“影响加深”。措辞趋于中性，意味着后续应对贸易摩擦的相关工作将更趋常态化、长期化。

-“防风险”任务今年位列八大任务最末，前两年更靠前（6th位）。作此判断的支撑：

a) 考察今年4月份美国发起“对等关税”以来各国应对，中国当属全球唯一一个对美形成有效反制的国家；部分之前流出中国企业又有回流迹象；

b) 尽管今年以来美国在贸易领域仍动作频频，但中国各界反应已日趋平缓，反映出在心理准备和应对策略上都更加**成熟、从容**。

(一) 学习体会：“五个更加（1）”

1、对经济前景更加有信心，信心何来？

③ 信心来源之三：长期增长潜力-这是其中最根本的一点，面对美国的技术封锁，中国前进的步伐并未停滞。

-回顾美国发起贸易战初衷/贸易战初期中国最担忧——前沿技术突破和长期增长路径被阻断。

-然而，2018年-七年时间已经过去。面对美国持续的技术封锁，中国前沿科技的发展道路不但没有被阻断，反而在“卡脖子”压力下，涌现出一大批高新技术和国际领先企业。

(一) 学习体会：“五个更加（1）”

1、对经济前景更加有信心，信心何来？

② 面对美国的技术封锁，中国的发展步伐并未停滞，**这是其中最根本的一点。**

-例如：近年来，中国在AI大模型上与美国差距迅速收窄，芯片自给率快速提升；“三新经济”增加值占比持续攀升，相关企业获资本市场认可（算力领域4家领军企业市值突破1.6万亿元-寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦）…

-正是在这样的背景下，美国也逐渐意识到，封锁不仅不能阻止，反而加速了中国的技术进步。正因如此，美国近期开始逐步放宽对中国技术出口限制。

(一) 学习体会：“五个更加（2）”

1、对经济前景更加有信心

2、更加强调主观能动性和经济内生动力

-今年我国**出口**表现非常抢眼，即便如此，内需仍是今年中央经济工作会议提出的第一任务，习近平总书记更是亲自发文阐述《**扩大内需是战略之举**》；内需如此受到重视，两大原因：

① **必要性**，中国大国-经济稳定根基不可能寄希望于他国，必须坚持“办好自己的事”。

② **可行性**，“当今世界，最稀缺的资源是市场”。中国拥有超大规模市场，这是许多国家“学不来、求不得”的宝贵资源。

-好处：例如，科技初创企业，500万用户才能跨越创业初期门槛，中国<0.5%的市场占有率-实现难度远低于人口千万级国家；也使得满足“小而美”细分需求的企业得以生存。

（一）学习体会：“五个更加”

2、更加强调主观能动性和经济内生动力

-在提振内需的具体思路上，今年表述出现了一个重要变化：

“深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民**增收计划**。”

✓ “增收”：政策重心进一步向“增收”这一根本性办法倾斜。

✓ “计划”：表明这将是一套有部署、成体系的系统性安排，可能涉及收入分配、个税、社保、就业等多个领域的一“政策组合拳”。

-此外，促内需，会议继续沿用“四稳”表述（“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”）——通过“稳企业”-“稳就业”-“稳收入”，体现出政策抓手更加精准。

(一) 学习体会：“五个更加（3）”

- 1、对经济前景更加有信心
- 2、更加强调主观能动性和经济内生动力
- 3、更加强调政策定力

“明年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。”

(一) 学习体会：“五个更加（3）”

3、更加强调政策定力

① 政策定力会体现在下阶段存量政策-增量政策的关系上

✓ 当前很多问题都是老问题，已有较强共识。结合财政资金约束，下一步工作重点在于把**既有政策落实到位、提质增效**，不急于“出新招、出奇招”。预计明年财赤 $\approx 4\%$ 。

◆ 既有政策落实到位，例如，拖欠账款这一老问题，企业担心“赢了官司，丢了业务”-上级督查也不敢反映实情，这背后反映出营商环境、法治环境仍需持续优化。

◆ 再如，即便中央出台了各类惠企政策，但都堵在了落实这“最后一公里”上——企业不知道怎么申请、自己有没有资格申请、找哪个部门申请以及需要哪些材料？

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

① 政策定力会体现在下阶段存量政策-增量政策的关系上

✓ 尽管重点在存量政策，但**增量政策**也有一定空间。以消费为例：

- 近年来促消费政策，多关注中低收入、县域、年轻及学生等群体（共性：MPC较高）；然而，政策对高收入群体消费关注并不多-高端医疗、教育、定制化保险等消费大量外流。
- MPC低？中国收入**最低20%**、**最高20%**群体的MPC分别在**0.6-0.9**和**0.2-0.4**之间<<收入差距。
- 制约高收入群体消费原因：除优质供给不足外，社会舆论压力也是重要原因【收入来源合法、消费内容正当，消费水平与收入相匹配，就不应被无端指责】。
- 需认识到，高收入群体的消费需求**同属内需，且能创造大量就业**。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力的重要性——是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆

✓ 中国已连续实施14个“五年规划”，正是这种“一张蓝图绘到底”的长期规划机制，保障了各项战略的平稳衔接与持续推进。

✓ 例1：出口。今年中国出口超预期增长，其中有两个问题值得深入探讨：

■ 中国出口为何能行？——积极开拓非美市场、量价调整、提前布局等…

■ 为何偏偏是中国？——中国完备的产业体系、完善的基础设施以及持续释放的“工程师红利”；从更长期的视角看，得益于中国长期的政策定力→始终坚持制造业的重要地位，没有盲目跟随美国快速转向服务业主导的发展模式。

■ 在国内外诸多质疑声中，始终坚持“市场+政府”协同培育产业的路径，才使中国成为今天全球制造业的效率高地和成本洼地。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆

✓ 中国出口为何能行？为何恰恰是中国？

- 回顾：十多年前，一种流行叙事认为，产业结构转型有其客观规律，即随着人均收入提升，第二产业占比将呈现“倒U型”变化，第三产业比重持续上升→将服务业比重提高视为产业结构高级化，甚至视制造业为“低端、低附加值”的产业。
- 彼时，美国以金融与尖端科技为主导的发展模式确实令人羡慕，“中国八亿件衬衫换一架大飞机”曾是这一阶段的悲情写照。
- 回看-若非对制造业的长期坚守，中国今天在面对美国技术封锁时就不可能有如此底气。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆

✓ 笔者几项研究佐证**制造业重要性**：

- 陷入“中等收入陷阱”的经济体共性：制造业向服务业转型过早，即在制造业基础尚未夯实之时便匆忙转向服务业，此时转向的大多是低技能、低附加值的生活性服务业，→最终结果：“服务业上不去，制造业也回不来”。
- 一旦陷入低端服务业“锁定”，试图通过劳动力回流以实现“再工业化”，鲜有成功案例。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆

✓ 笔者几项研究佐证：

- “人怕入错行”非常有道理的。
- 劳动力的跨行业/跨部门流动并非易事，一旦在产业变迁中落后，很难转向新兴产业；也凸显“投资于人”重要性。

表：非农户籍就业人员的行业转换概率

		调查时就业部门					
		制造业	其他工业	生产性服务业	生活性服务业	其他服务业	合计
初次就业部门	制造业	82.6%	2.6%	3.5%	4.4%	7.0%	100.0%
	其他工业	0.7%	58.1%	10.9%	11.7%	18.7%	100.0%
	生产性服务业	0.0%	10.1%	67.9%	8.8%	13.2%	100.0%
	生活性服务业	0.6%	7.2%	7.7%	73.0%	11.5%	100.0%
	其他服务业	0.3%	7.8%	6.0%	6.7%	79.3%	100.0%
	合计	2.8%	25.7%	18.1%	19.3%	34.0%	100.0%

数据来源：笔者根据中国家庭追踪调查（CFPS）数据估算。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆

✓ 政策定力的另一体现在光伏产业发展

✓ **例2：**光伏产业一度被视为中国产业政策失败的典型。

✓ 然而今天来看，如果没有中国以十年为周期在产业政策上的持续投入，就难以形成如今
“光伏 - 特高压 - **新能源**”从“生产-传输-利用”的完整能源闭环。

✓ 正是当年在争议中坚持的光伏产业，才使今日中国**新能源行业**得以在世界范围内**降维打击**。

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆——产业政策

✓ 例3：《国家中长期科学和技术发展规划纲要》

✓ 16个重大专项：（1）核心电子器件、**高端通用芯片及基础软件产品专项**（2）**极大规模集成电路制造技术及成套工艺专项**（3）新一代宽带无线移动通信专项（4）高档数控机床与基础制造技术专项（5）大型油气田及煤层气开发专项（6）大型先进压水堆及高温气冷堆核电站专项（7）水体污染控制与治理专项（8）转基因生物新品种培育专项（9）重大新药创制专项（10）艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治专项（11）大型飞机专项（12）高分辨率对地观测系统专项（13）载人航天与探月工程专项（14）北斗卫星导航系统专项（15）航空航天发动机及燃气轮机（16）深海空间站。

“卡脖子”
领域

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆——产业政策

《国家中长期科学和技术发展规划纲要》

各国大力
发展的前
沿技术

✓ 27项前沿技术：靶标发现技术，动植物品种与药物分子设计技术，基因操作和蛋白质工程技术，基于干细胞的人体组织工程技术，新一代工业生物技术，智能感知技术，自组织网络技术，**虚拟现实技术**，智能材料与结构技术，高温超导技术，高效能源材料技术，极端制造技术，**智能服务机器人**，重大产品和重大设施寿命预测技术，氢能及燃料电池技术，**分布式供能技术**，快中子堆技术，磁约束核聚变，海洋环境立体监测技术，大洋海底多参数快速探测技术，天然气水合物开发技术，深海作业技术，激光技术，空天技术。

✓ 这一富有前瞻性文件，何时提出？

(一) 学习体会：“五个更加”

3、更加强调政策定力

② 政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障☆——产业政策

《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》提出于2005年底。

- ✓ 正是这种提前数十年前瞻布局，并久久为功的政策定力，才奠定了今天中国超强工业能力。
- ✓ 当年屡屡批评中国的西方国家，如今也纷纷想要效仿中国产业政策，但受限于体制差异，在政策连续性与定力上难与中国相比。

(一) 学习体会：“五个更加（4）”

- 1、对经济前景更加有信心
- 2、更加强调主观能动性和经济内生动力
- 3、更加强调政策定力
- 4、更加强调政策协同性

去年“提高宏观调控的前瞻性、针对性、**有效性**”→今年将“有效性”调整为“**协同性**”

(一) 学习体会：“五个更加（4）”

4、更加强调政策协同性

政策协同至少体现在：

- ① 各部门出台的各类政策间。政策一致性评估 ↑。
 - ② 地方-中央政策。例如，中央减税降费-地方非税收入 ↑ ×。
 - ③ 地区间政策。更加强调“因地制宜”，各地走差异化发展路线，不再“唯GDP论”，立足于更好服务“全国一盘棋”。
- 例如，会后各省负责人学习心得：北京-“建设北京（京津冀）国际科技创新中心”，青海-“坚定不移走生态优先绿色发展之路，建设好三江源祁连山青海湖等国家公园”，山西-“建设国家资源型经济转型综合配套改革试验区”。

(一) 学习体会：“五个更加”

- 1、对经济前景更加有信心；
- 2、更加强调主观能动性和经济内生动力；
- 3、更加强调政策定力；
- 4、更加强调政策协同性
- 5、更加强调协调发展

“协调发展”理念在多处体现。对于大国而言-“既要、又要”，且目标之间相辅相成。

- ① 供给-需求统一辩证、协调发展的关系；
- ② 投资-消费正向促进的关系；
- ③ 投资于物-投资于人紧密结合的关系；
- ④ 刺激政策-结构性改革相辅相成的关系；
- ⑤ 政府-市场 “放得活，管得好”的关系。

(二) 关于中国宏观经济的五个思考问题

在学习“五个必须”基础上，提出有关当前中国宏观经济的五个思考问题：

- ① “供强需弱”现象何以长时间存在？
- ② 投资-消费如何步入正向循环？
- ③ “投资于人”的现实操作难点？
- ④ 结构性改革，为了什么？能做什么？
- ⑤ “大市场”是免费、自发形成的吗？

(二) 关于中国宏观经济的五个思考问题

① “供强需弱”现象何以**长时间存在**？

✓ 需求不足是个**老问题**-以往更多强调需求单侧，今年则是将需求不足置于我国“**供强需弱**”的背景下进行讨论，表明更强调供需的**统一辩证**关系：

-例如，“产能过剩”中“**过剩**”是相对需求而言。需求起来了，就不“过剩”；

“需求不足”中“**不足**”也是相对的：既相对其他国家水平，也相对于自身增长目标而言，还包含相对供给的不足。

(二) 关于中国宏观经济的五个思考问题

① “供强需弱”现象何以长时间存在？

✓ 若按经典西方经济学理论，很难理解（弱需求-低价格-供给减少-市场出清）。

✓ 但现实情况是，低价格-供给并不减少？

I. 微观层面：1) 地方政府对域内企业的补贴，2) 企业易进入难退出，3) 企业有拖垮对手、占领市场份额的动机，以及，4) 机器一旦停产可能损失巨大等原因，都可能促使企业即便不挣钱也要继续生产；

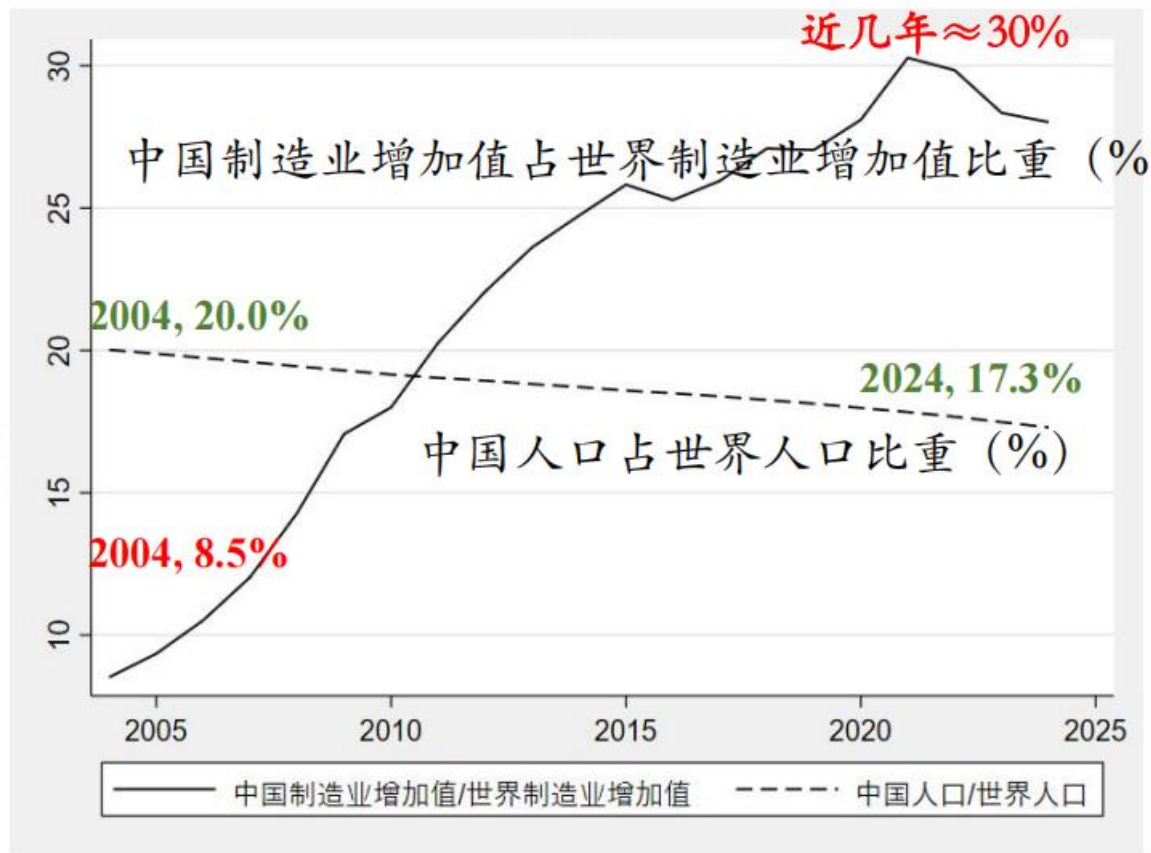
(二) 关于中国宏观经济的五个思考问题

① “供强需弱”现象何以长时间存在？

I. 微观层面：企业不挣钱也要继续生产；

II. 宏观层面：微观企业决策→宏观产能“易增难减”，叠加中国制造业“高效率、低成本”优势→中国制造业增加值比重/全球制造业增加值比重大幅↑；但支撑需求面的人口增长难，中国人口/世界人口比重不断↓-“供强需弱”长期存在的宏观背景。

破题思路？



(二) 关于中国宏观经济的五个思考问题

① 为什么**会出现**“供强需弱”现象？

-怎么办？ 给定目前“**供强需弱**”背景，改进思路可遵循以下三大方向：

I. 提内需：是反复强调的提振内需；

II. 优供给：在供给端优化产能和供给质量，如，“内卷”严重行业在更高层面统筹产量；

III. 出口-**用好巨额顺差**：供强需弱→强出口格局→巨额顺差（今年前11个月，突破1万亿美元）。对此，一方面应该持续优化出口结构、适当增加进口，另一方面，更须着眼长远思考，如何从过往“**创造顺差**”转变为“**用好顺差**”——把目前国际压力转化为国际市场上议价能力、国际标准制定话语权、中国企业出海支撑力、全球金融市场影响力。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

-今年年中，学界激烈争论：中国增长模式应该“投资驱动”还是“消费驱动”，以及是否存在真正的“消费驱动”模式？事实上，一个大国完全没有必要“自废武功”、自缚手脚，二者都重要，并非对立关系，而是可以**协同并进、相互促进**。

-例如，对旅游景点基础设施的投资能够直接带动消费增长；此外，“投资于人”（教育、健康等），也能提升消费能力与意愿；反过来，强消费会提升企业盈利预期，进而鼓励其扩大投资。因此，二者是互补，而非取舍的关系。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

-但需指出的是，前面说的都是消费、投资正向促进的“可能性”。当前更紧迫的是，**如何使经济步入这样一个正循环？**

-当前数据：一方面，消费-仍需政策花大力度维持，另一方面，投资-以东部及投资大省为代表的省份下滑明显。

-一个人“身体健康-心理健康”间可以正向促进，这是一个“可能性”，但现在**“真问题”**是如何把一个人从**身心欠佳状态**带入**身心正向循环**中？

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

◆ 经济的正向-负向循环这一问题十分关键→对“内卷”问题的理解：“内卷”原因？

◆ 地方政府“有形之手”。

◆ BUT 地方政府投资不是今天才发生的，并不是；为什么以前可以是“增长放大器”→今天就只是“内卷助推器”？

◆ 关键在于**宏观环境变了**。当经济缺乏一个足够大的推力把它带入正向循环后，经济就只能进行“存量竞争”，而无法开拓“增量竞争”。在存量竞争中，地方政府的“有形之手”只会成为“内卷”推手。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

✓ 如何步入正循环？——内需-**C**-Y-企业 **π** -**C**？ 绕回来...这种循环论证本质是源于C Y π 都是**经济内生变量**，被系统同时决定的。内生变量怎么变？

- I. **变函数形式**→结构性改革。C=C(Y)总收入不变-收入分配结构优化-消费可以增加，“道阻且长”；
- II. **调外生参数**—真正**外生变量**有哪些？-财政、货币政策，这些是可以迅速调整的。因此，通稿中也提到“要实施更加积极的财政政策。要实施适度宽松的货币政策”→以外生快变量，**尽快把经济带入正循环。**

需落地的问题——投什么？

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

I. 变函数形式→结构性改革。

II. 调外生参数——财政、货币政策，财政政策投什么？

a) 投资于物，新兴产业——“高风险，高收益”，“AI泡沫”引起关注。

b) 投资于物，传统产业——两股力量：一是I-GDP(Y, 就业, 预期)-消费↑；二是直接转化为产能-供给↑。取决于两股力量角力，前者大-正循环实现；后者大，可能加剧低物价问题。

c) 投资于人（教育、健康、“一老一小”、生育补贴等）。此次会议也强调“必须坚持投资于物和投资于人紧密结合”。投资于人可以较好作用于需求端，但操作有难度。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

② 投资-消费如何步入正向循环？

✓ 小结：几个政策选项的利弊权衡：

政策选项	好处	坏处
结构性改革	效果持久	道阻且长
投资于物（新兴产业）	高收益	高风险
投资于物（传统产能）	消费可能因（收入、就业、预期）提升	可能加剧产能过剩、低物价问题
投资于人	需求端发力，长期增长潜力	现实操作有一定难度

◆ 每一个选项背后都有利有弊，对政策方向、力度的把握提出了很高的要求。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

③ “投资于人”的现实操作难点？

-会议强调“必须坚持投资于物和投资于人紧密结合”。经济学中的边际产出递减规律，往往假设其他要素投入不变。破解之道在于协调投入：物的投资（如设备、基础设施）可以提升人的产出效率；而投资于人（包括教育、生育、技能、医疗等）也能增强物质资本回报。

-然而，“投资于人”知易行难，**主要困难**：我国地方政府对投资于物的做法熟悉，抓手明确、对象集中（企业）、效果立竿见影——通常只需对接几家企业、上马几个项目。

-投资于人对象分散、抓手不明、效果不显且慢（健康、幸福），没有一套公式化的推进流程。

-尽管不容易，我们仍应充分认识到，投资于人对支撑长期增长具有不可或缺的重要作用。

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

④ 结构性改革为了什么？能做什么？

-结构性改革千头万绪，但根本目标就是两点：

- I. **充分释放人的活力**：收入分配、土地流转、公共服务均等化、社保、养老等改革；
- II. **解决好地方政府积极性问题**：引导其更好地服务于“全国一盘棋”，走差异化发展道路，又涉及两方面问题：
 - a) **有资源**-事关财税体制改革与化债等长期课题；
 - b) **有动力**-建立激励相容的考核体系，如，对走生态发展路线的地区应如何评价绩效？对发展数字经济（很多免费）、总部经济、新质生产力的省份，GDP核算？

(二) 进一步思考：关于中国宏观经济的五个问题

⑤ “大市场”是免费、自发形成的吗？

- 需认识到“大市场”是我们国家得天独厚、很多国家“学不了、求不来”的优势。
- 但“大市场”绝非免费、自发形成的（中国“大市场”仅靠人多？—印度理应做得最好）。
- 事实上，“大市场”是一种**昂贵公共品**，其建立需要**稳定的营商环境、一整套有软硬件支撑的信任体系和完善的基础设施**，这背后都需要强大的国家能力支撑。
- 在“大市场”中，“**统一大市场**”更是**极为稀缺，且不易得的**，需要强有力的顶层统筹以打破地区间的“诸侯经济”和“保护藩篱”。

二、从“八项任务”看未来中国经济“大图景”

八项任务：

- 一是坚持内需主导，建设强大国内市场。
- 二是坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能。
- 三是坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力。
- 四是坚持对外开放，推动多领域合作共赢。
- 五是坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动。
- 六是坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型。
- 七是坚持民生为大，努力为人民群众多办实事。
- 八是坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

二、从“八项任务”看未来中国经济“大图景”

围绕经济发展的“八项任务”，可以大致勾勒出经济发展的**“三条主线”**：

① **“顶天”——上限要突破**，对应新质生产力的发展。

对应任务二：坚持创新驱动；

② **“固本”——中坚要做实**，立足“超大规模市场”，对应“国内统一大市场”的建立和“内需主导”两大理念，同时坚持对外开放。

对应任务一、三、四、五：坚持内需主导、改革攻坚、对外开放、协调发展；

③ **“立地”——底线要筑牢**，对应民生保障、（安全、防风险）底线思维。

对应任务六、七、八：坚持“双碳”引领、民生为大、守牢底线。

二、从“八项任务”看未来中国经济“大图景”

围绕经济发展的“八项任务”，建议明年重点关注三组宏观指标：

① 物价水平：CPI目标设定在1%—2%的温和回升区间，PPI力争转正。

物价是供需关系的集中体现，是宏观经济的“温度计”。提振物价关键在于扩大内需，提振消费。【**利好因素**：反内卷效果逐步显现、基数效应、国际大宗商品价格处于较高水平】

② （青年）失业率：力争低于2025年的水平。

（青年）就业，不仅事关居民收入、内需，还关乎社会稳定。下阶段，就业压力不容小觑。

③ 房地产量价指标：推动销售面积与价格逐步止跌企稳。

房地产被放在八大任务中的“坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险”，主要定位于“防风险”。下一步政策大方向是因城施策，控增量、去库存、优供给。

三、总结

- ✓ 学习中央经济工作会议精神，从“五个必须”中可以看到政策路线的变与不变，更可以看到下阶段中国经济增长潜力所在，包括：
 - ① 供给面：强大供应链体系；
 - ② 需求面：统一大市场和潜力巨大的内需；
 - ③ 政策层面：“一张蓝图绘到底”的政策定力和顶层设计的政策魄力。

- ✓ 下一步，（投资-消费，投资于物-投资于人，短期刺激-长期改革，供给-需求，政府-市场）更加协调发展，根本在于，尽快把经济带入正循环轨道。

三、总结

✓ 根据“八项任务”展望未来，中国经济将沿着三条发展主线铺陈开来：

- ① “顶天”的新质生产力，
- ② “固本”的扩大内需+统一大市场建设，坚持对外开放
- ③ “立地”的民生保障+底线思维举措。

✓ 三条主线共同勾勒出一副**有高度**（前沿技术）、**有厚度**（强内需、强供给、坚持开放）、**有温度**（民生、兜底）的中国经济新图景。

谢谢!



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



解读中央经济工作会议精神, CMF专题报告发布

12月24日, CMF 宏观经济热点问题研讨会(第112期)于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛(CMF)主要成员**刘凤良**主持, 聚焦“中央经济工作会议精神解读”, 来自政界、学界、企业界的知名经济学家**王一鸣**、**毛振华**、**李稻葵**、**张晓晶**、**沈建光**、**邹静娴**联合解析。

论坛第一单元, 中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛(CMF)主要成员**邹静娴**代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开:

一、从“五个必须”看政策思路的变与不变

二、从“八项任务”看未来中国经济“大图景”

三、总结

中央经济工作会议中最重要的有两个部分: 一是“五个必须”, 这是方法论的内容, 告诉大家下一步“怎么做”, 二是“八项任务”, 是明确列出的任务清单, 告诉大家“做什么”。

本报告将围绕“五个必须”, 分析政策思路的变与不变, 变的部分可总结为“五个更加”, 然后提出关于中国宏观经济的五个值得思考的问题, 包括: 1) “供强需弱”现象何以长时间存在? 2) 投资-消费如何步入正向循环? 3) “投资于人”的现实操作难点? 4) 结构性改革, 为了什么? 能做什么? 5) “大市场”是免费、自发形成的吗?

从“八项任务”出发, 本报告试图理出下阶段中国经济发展的“顶天-固本-立地”三条主线, 并给出“物价-就业-房地产”三组建议重点关注的指标。

一、从“五个必须”看政策思路的变与不变

2025年中央经济工作会议提到“五个必须”: 必须充分挖掘经济潜能, 必须坚持政策支持和改革创新并举, 必须做到既“放得活”又“管得好”, 必须坚持投资于物和投资于人紧密结合, 必须以苦练内功来应对外部挑战。这是党中央基于过往经济实践经验总结出的规律

性认识，也为下一步经济工作提供了思想指引和行动指南。对比去年中央经济工作会议通稿，能感受到以下几点变化，可总结为“五个更加”：（1）对经济前景更加有信心，（2）更加强调主观能动性和内生动力，（3）更加强调政策定力，（4）更加强调政策协同性，（5）更加强调协调发展。

（一）学习体会：会议反映出的“五个更加”

1、对经济前景更加有信心

在对经济形势的整体判断中，会议提到“我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多。这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。要坚定信心、用好优势、应对挑战，不断巩固拓展经济稳中向好势头。”

这一表述显示出高层对中国经济未来发展的信心，支撑理由至少有以下几点：

第一，中国经济在内外压力下实现了经济平稳增长，且宏观治理效能正获得日益广泛的国际认同。从数据来看，2025年中国前三季度GDP增速同比增长5.2%，四季度GDP增速大致在4.6%左右，全年5%增长目标的实现基本无虞，“十四五”即将圆满收官。同时，12月以来各国际机构纷纷调高对中国增长预测。例如，IMF预计2025年中国经济增速为5%，较10月预测上调0.2个百分点。世界银行12月预测也较6月份上调0.4个百分点。这些预测上调，既是一种判断，更是一个信号：反映出国际机构对中国经济前景的预期日趋乐观，也表明中国经济的转型路径与宏观治理效能正获得日益广泛的世界认同。世界银行将2025年定为“就业之年”，指出就业是各国加强经济韧性、提升人民尊严的重要保障。世行给出了五大具有高就业潜力并能激发本土经济活力的行业：基础设施与能源、农业产业、医疗保健、旅游业和制造业。可以看到，这都是中国过去高度重视发展的行业，也再次证明了中国的治理经验正得到世界认同。

第二，面对美国的经贸打压，中国出口实现逆势增长，彰显出中国供应链与出口企业的强大韧性和适应能力。对于外部环境的判断，去年会议所用措辞是“不利影响加深”，今年改为“影响加深”。措辞趋于中性，意味着后续应对贸易摩擦的相关工作将更趋常态化、长期化。此外，“防风险”任务今年放在“八大任务”最末，而前两年都在几大任务更靠前位置。这些判断变化背后具有坚实的现实支撑：其一，如果考察今年4月美国对多国发起“对等

关税”后所有国家反应，中国当属全球唯一一个对美形成有效反制的国家。同时，部分之前从中国流出的企业现在又有回流迹象；其二，自2018年中美贸易战开始至今，中国从上到下都已积累了相当的斗争经验、斗争智慧和斗争勇气。尽管今年来美国在贸易领域仍动作频频，但中国各界反应已日趋平缓，反映出在心理准备和应对策略上都更加成熟和从容。

第三，也是最为根本的一点，就是面对美国的技术封锁，中国的发展步伐并未停滞。回顾美国发起贸易战的初衷，或者说，贸易战初期中国最为担忧的，就是自身前沿技术突破和长期增长路径被阻断，甚至陷入“失去的N十年”。然而，自2018年中美首轮贸易战开启至今，七年时间已经过去。面对美国持续的技术封锁，中国在前沿科技领域的发展道路不仅没有被阻断，反而在“卡脖子”的压力下，催生出了一批高新技术和国际领先企业。近年来，中国在AI大模型上与美国差距迅速收窄，芯片领域自给率快速提升，“三新经济”增加值占比持续攀升，高技术制造业增加值增速长时间高于工业整体水平（见下图）。资本市场上，AI大模型、自动驾驶、国产算力等相关企业股价表现活跃，仅算力领域四家领头企业¹合计市值就突破了1.6万亿元。正是在这样的背景下，美国也逐渐意识到，封锁不仅不能阻止中国前进，反而事实上加速了中国的技术进步。因此，美国近期开始逐步放宽对中国的技术出口限制。

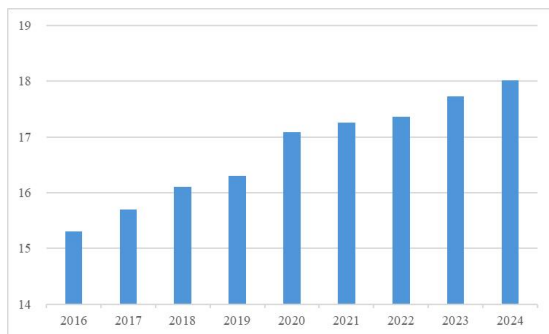


图1: “三新经济”增加值占比 (%)

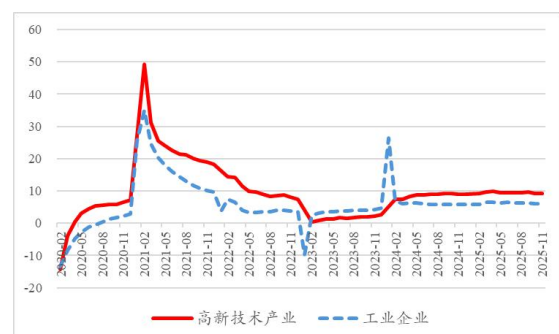


图2: 工业增加值累计同比增速 (%)

2、更加强调主观能动性和内生动力

今年我国出口表现非常抢眼，但即便如此，内需仍是今年中央经济工作会议提出的第一任务上，习近平总书记更是亲自发文阐述《扩大内需是战略之举》。

¹ 包括：寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦。

内需如此受到重视，主要基于两方面原因：一是必要性，作为大国，中国经济稳定的根基不可能寄希望于他国政策，而必须坚持“办好自己的事”。二是可行性，正如习近平总书记所指出的，“当今世界，最稀缺的资源是市场”。中国拥有超大规模市场，这是许多国家“学不来、求不得”的宝贵资源，必须充分利用好这一独特优势。举例来说，对一家科技初创企业而言，若需要500万用户才能跨越创业初期门槛，这在中国仅相当于不到0.5%的市场占有率，实现难度远低于人口千万规模的国家。这也使得众多满足“小而美”长尾需求的企业在中国能够找到生存发展空间。

在提振内需的具体思路上，今年表述出现了一个重要变化：“深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。”这意味着政策重心进一步向“增收”这一根本性办法倾斜。同时，“计划”一词，表明这将是一套有部署、成体系的系统性安排，可能涉及收入分配、个税、社保、就业等多个领域的一系列政策组合；此外，会议继续沿用“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”的“四稳”表述——通过“稳企业”来“稳就业”，进而“稳收入”，体现出政策抓手更加精准。

3、更加强调政策定力

会议指出，“明年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。”

（1）政策定力会体现在下阶段存量政策-增量政策的关系上

政策定力的第一点，体现在对“存量政策”与“增量政策”关系的把握上。我国经济中目前出现的很多问题都是老问题，对于问题症结研判和政策发力方向大多已有较强共识。结合财政资金约束，当前工作的重点在于把既有政策落实到位、提质增效。因此，预计今年财政赤字率仍维持在4%左右。

不必急于出“奇招、新招”，把既有政策落实到位就能有明显效果。以拖欠账款这一老问题为例，尽管中央多次开展专项行动，但在执行过程中，许多企业尤其是中小企业仍顾虑“赢了官司，丢了业务”，导致在上级督查时也不敢反映实情，这反映出营商环境与法治环境仍需持续优化；再如，我们在调研过程中发现，即便中央出台了各类惠企政策，但到了地方，很多企业不知道怎么申请、自己有没有资格申请、找哪个部门申请以及需要哪些材料等，导致很多上面的好政策都堵在了落实这“最后一公里”。

在夯实存量政策的同时，增量政策也有一定空间。仅就消费领域而言，近年来政策多侧重于中低收入群体、县域经济、年轻人及学生等边际消费倾向较高的群体。然而，广大高收入群体的消费潜力尚未被充分激发。虽然该群体边际消费倾向相对较低，但结合其高收入水平，其消费需求仍是相当可观。基于中国微观家庭数据的研究表明²，中国收入最低20%群体的边际消费倾向大约0.6-0.9，而最高20%高收入群体的边际消费倾向大约0.2-0.4。两组边际消费倾向差距虽明显，但远小于相应收入水平差距。因此，在促消费上可更多关注高收入群体。目前，这部分群体在高端医疗、教育、定制化保险等服务领域的需求未能得到很好满足，导致这部分消费大量外流。除供给不足外，社会舆论压力也制约了高收入群体的消费意愿。社会应当倡导理性、健康的消费观念：只要收入来源合法、消费内容正当，且消费水平与收入相匹配，就不应受到无端指责。必须认识到，高收入群体的需求同样是内需的重要组成部分。同时，高收入群体需求也能创造很多就业机会，激活这部分消费对扩大内需具有重要意义。

（2）政策定力是我国“一张蓝图绘到底”的重要保障

更想强调的是政策定力的第二个方面——它确保了国家政策的连贯性与可预期性，这构成了中国在过去几十年中区别于许多国家的显著制度优势。中国已连续实施14个“五年规划”，正是这种“一张蓝图绘到底”的长期规划机制，保障了各项战略的平稳衔接与持续推进。

以出口为例。今年中国出口实现超预期增长，其中有两个问题值得探讨：第一是中国出口“为何能行”？相关讨论已较为充分，涉及企业积极开拓非美市场、量价调整、提前布局等因素，不再赘述。更值得问的是第二个问题：“为何是中国？”——在全球贸易格局日趋碎片化的今天，为何偏偏是中国接住了全球出口这“泼天的富贵”？这背后离不开中国完备的产业体系、完善的基础设施以及持续释放的“工程师红利”。从更长期的视角看，这更得益于中国长期的政策定力——始终坚持制造业的重要地位，没有盲目跟随美国转向服务业主导的发展模式，在国内外诸多质疑声中坚定不移壮大制造业，坚持“市场+政府”协同培育产业的路径，才使中国成为今天全球制造业的效率高地和成本洼地。

十多年前，一种流行观点认为产业结构转型存在一套客观规律，即随着人均收入提升，第二产业占比将呈现“倒U型”变化，第三产业比重持续上升。因此，有人将服务业比重提高简单等同于产业升级，甚至视制造业为“低端、低附加值”的产业。彼时，美国以金融与尖

² 甘犁，赵乃宝，孙永智（2018），收入不平等、流动性约束与中国家庭储蓄率，《经济研究》。

端科技为主导的发展模式令很多人羡慕，“中国八亿件衬衫换一架大飞机”曾是这一阶段的悲情写照。然而如今回望，若非当年对制造业的坚守，中国今天在面对美国技术封锁时就不可能有如此底气。

笔者的几项研究也可为制造业重要性提供跨国比较的证据。其一，我们发现陷入“中等收入陷阱”的经济体往往存在一个共同特征：制造业向服务业转型过早，即在制造业基础尚未夯实之时便匆忙转向服务业，此时转向的大多是低技能、低附加值的生活性服务业，结果导致“服务业上不去，制造业也回不来”。一旦陷入低端服务业“锁定”，试图通过劳动力回流制造业以实现“再工业化”，鲜有成功案例；另一发现是，“人怕入错行”这句话是非常有道理的。基于中国家庭追踪调查（CFPS）数据的分析也印证了这一点：初次就业于生活性服务业的人员，超过70%仍留在该领域；而初次就业于制造业的人员，留驻比例更是超过80%。这说明劳动力的跨行业/跨部门流动并非易事，一旦在产业变迁中落后，很难转向新兴产业。在技术快速变革的今天，这也凸显了“投资于人”、推动包容性发展的必要性。

		调查时就业部门					
		制造业	其他工业	生产性服务业	生活性服务业	其他服务业	合计
初次就业部门	制造业	82.6%	2.6%	3.5%	4.4%	7.0%	100.0%
	其他工业	0.7%	58.1%	10.9%	11.7%	18.7%	100.0%
	生产性服务业	0.0%	10.1%	67.9%	8.8%	13.2%	100.0%
	生活性服务业	0.6%	7.2%	7.7%	73.0%	11.5%	100.0%
	其他服务业	0.3%	7.8%	6.0%	6.7%	79.3%	100.0%
	合计	2.8%	25.7%	18.1%	19.3%	34.0%	100.0%

数据来源：笔者根据中国家庭追踪调查（CFPS）数据估算。

表：非农户籍就业人员的行业转换概率

中国政策定力的另一体现是对产业政策的长期坚持。围绕产业政策的争论持续多年，中国也长期受到一些国际机构及西方主流经济学的诟病，光伏产业一度被视为中国产业政策失败的典型。然而今天来看，如果没有中国以十年为周期在产业政策上的持续投入，就难以形成如今“光伏 - 特高压 - 新能源”从“生产-传输-利用”的完整能源闭环³。正是当年在争

³ “碳中和”背后的中国能源大三角，远川研究所，2021.03.

议中坚持发展的光伏产业，才使今天中国新能源行业得以在世界范围内实现“降维打击”。

再如，如果我们回看《国家中长期科学和技术发展规划纲要》，会发现其中提到的“16个重大专项”⁴已前瞻性地纳入“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品”、“极大规模集成电路制造技术及成套工艺”等如今涉及“卡脖子”风险的关键技术；《纲要》中“27项前沿技术”⁵中就包括今天发展最为迅猛的“虚拟现实”、“智能服务机器人”、“分布式供能”等技术。需知，这份《纲要》提出于2005年底，全称是《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》。正是这种提前数十年前瞻布局，并久久为功的政策定力，才奠定了今天中国超强工业能力。当年屡屡批评中国的西方国家如今也想要借鉴中国的产业政策，但受限于体制差异，在政策连续性与定力上难与中国相比。

4、更加强调政策协同性

中央经济工作会议中提到，要求“增强政策前瞻性针对性协同性”。相比之下，去年提的是“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，今年将“有效性”调整为“协同性”。政策协同至少体现在三个维度：

一是各部门出台的各类政策间协同。包括财政政策、货币政策协同，各类经济政策和非经济政策协同，都要围绕“促进经济稳定增长、物价合理回升”这一要求，政策一致性评估的重要性进一步提升；

二是地方政策与中央政策间的协同。例如，不能一方面中央在出各类刺激经济政策，另一方面地方又大幅增加针对企业的各类非税收入。

三是地区间政策的协同。经济学里一套经典理论就是“GDP锦标赛”，有学者认为这是中

⁴ 具体包括：（1）核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品专项（2）极大规模集成电路制造技术及成套工艺专项（3）新一代宽带无线移动通信专项（4）高档数控机床与基础制造技术专项（5）大型油气田及煤层气开发专项（6）大型先进压水堆及高温气冷堆核电站专项（7）水体污染控制与治理专项（8）转基因生物新品种培育专项（9）重大新药创制专项（10）艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治专项（11）大型飞机专项（12）高分辨率对地观测系统专项（13）载人航天与探月工程专项（14）北斗卫星导航系统专项（15）航空航天发动机及燃气轮机（16）深海空间站。

⁵ 具体包括：靶标发现技术，动植物品种与药物分子设计技术，基因操作和蛋白质工程技术，基于干细胞的人体组织工程技术，新一代工业生物技术，智能感知技术，自组织网络技术，虚拟现实技术，智能材料与结构技术，高温超导技术，高效能源材料技术，极端制造技术，智能服务机器人，重大产品和重大设施寿命预测技术，氢能及燃料电池技术，分布式供能技术，快中子堆技术，磁约束核聚变，海洋环境立体监测技术，大洋海底多参数快速探测技术，天然气水合物开发技术，深海作业技术，激光技术，空天技术。

国过去高增长的制度基础，但相应产生的弊端就包括地方保护主义、各地“断头路”等现象。现在就是更加强调“因地制宜”，各地都要找准自身发展定位，走差异化发展路线，更好服务于“全国一盘棋”。例如，此次会后各省负责人在学习中央工作会议时，北京谈到要“建设北京（京津冀）国际科技创新中心”，山东学习通稿提到要“打造现代海洋经济发展高地”，青海省谈的是“坚定不移走生态优先绿色发展之路，建设好三江源祁连山青海湖等国家公园”，这都是各地走差异化路线的最新体现，不再是“唯GDP论”。

5、更加强调协调发展

此次中央经济工作会议的表述中，“协调发展”理念在多处得到体现。对于大国而言，发展往往需要在多重目标间寻求平衡，做到“既要、又要”。事实上，这些目标之间常常是相互促进、相辅相成的关系，而非简单对立，包括：（1）**供给-需求**的统一辩证关系；（2）**投资-消费**正向促进的关系；（3）**投资于物-投资于人**紧密结合的关系；（4）**刺激政策-结构性改革**相辅相成的关系；（5）**政府-市场**间“放得活，管得好”的关系。

（二）关于中国宏观经济的五个思考问题

在谈完对“五个必须”的学习体会基础上，还想以五个问题引出对中国经济的几点思考，分别是：（1）“供强-需弱”现象何以长时间存在？（2）投资-消费如何步入正向循环？（3）“投资于人”的现实操作难点？（4）结构性改革，为了什么？能做什么？（5）“大市场”是免费、自发形成的吗？

1、“供强-需弱”现象何以长时间存在？

就供给-需求关系来看，以往更多强调需求不足这一侧，而今年则是将需求不足置于我国“供强需弱”的背景下进行讨论，表明更强调供给-需求的统一辩证关系。例如，何谓“产能过剩”——这是相对需求而言的，需求起来了，就不存在过剩了。同样，“需求不足”中的“不足”既涉及国际横向比较，也指向相对于自身经济增长目标而言的缺口，还包含与供给产能的相对不足。

那么，如何理解“供强需弱”现象的产生呢？若依据经典西方经济学理论，很难理解为何在需求偏弱的环境下，供给仍在持续增加。教科书的预测应该是“需求走弱-价格下降-供给减少-市场出清”。但现实情况是，1) **微观层面**，地方政府对域内企业的补贴，企业进入易退出难，企业想拖垮对手以占领市场，以及机器一旦停产可能造成巨大损失等原因，都可能导致企业即便不挣钱也要继续生产；2) **宏观层面**，企业不挣钱也要增产，在宏观上的表现就是产能“易增难减”，叠加中国“高效率、低成本”的制造业优势，中国制造业增加值在全球制造业增加值比重整体呈大幅上升态势⁶。2004年中国这一份额仅在8%左右，此后一路攀升，近几年都维持在30%左右。但与此同时，支撑需求面的人口增长却比制造品增长难得多。数据上看，中国人口占世界人口比重持续下降，从2004年的20.0%一直一路降至2024年的17.3%（见下图），这也是“供强需弱”的宏观背景。

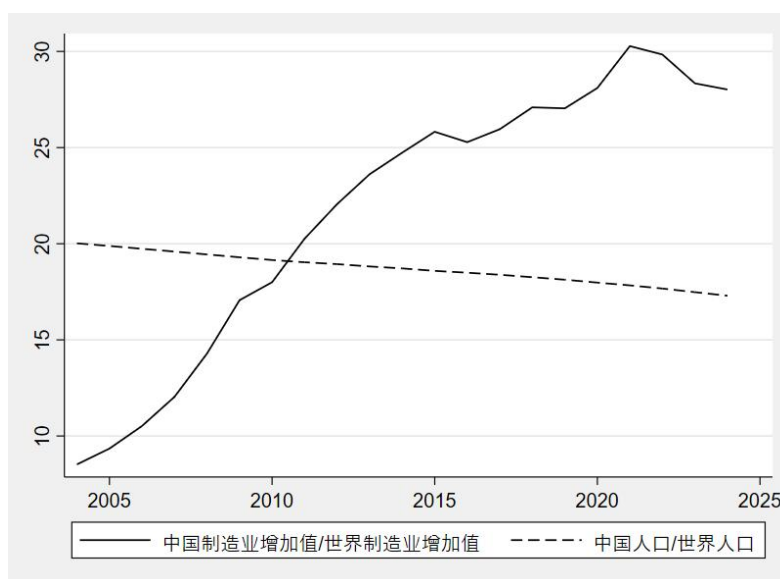


图3：中国制造业增加值及人口占世界相应比重（%）

注：中国人口数来自中国国家统计局，世界人口数来自世界银行公布的全球年中人口数。

给定目前“供强需弱”背景，总体改进思路可遵循以下三大方向：第一，是始终强调的提振内需；第二，在供给端优化产能和供给质量，例如，对一些“内卷”严重的行业加强更高层面的产量统筹；第三，供强需弱也决定了我国强出口格局。对此，一方面我们应该持续优化出口结构并适当增加进口，另一方面，更需着眼长远，思考如何从“创造顺差”转变为“用好顺差”，如何将因当前巨额贸易顺差（今年前11个月已经突破1万亿美元，创历史新高）

⁶ 李迅雷，如何让物价合理回升：难点在哪里，2025.12.

带来的“国际压力”有效转化为“国际能力”，包括：国际市场议价能力、国际标准制定话语权、中国企业出海支撑力以及全球金融市场影响力。

2、投资-消费如何步入正向循环？

今年年中，学界曾就中国增长模式是“投资驱动”还是“消费驱动”，以及是否存在真正的“消费驱动”模式展开激烈争论。事实上，一个大国完全没有必要“自废武功”、自缚手脚，投资、消费都重要。一方面“投资于物”、“投资于人”均可促进消费。另一方面，强劲的消费需求也会提振企业预期，进而鼓励其扩大投资。二者并非对立关系，而是可以协同并进、相互促进。

但需要指出的是，这里所说的是一种“可能性”——消费、投资正向促进的可能性，但现在更紧迫的是，如何使经济步入这样一个正循环？现实数据看到的是：一方面，消费仍需政策花大力度维持，另一方面，以东部及投资大省为代表的省份投资下滑明显。就像我们说一个人“身体健康-心理健康”间可以正向促进，这是一种“可能性”，但现在“真问题”是如何把一个人身心状态欠佳的人带入身心正向循环中？

经济的正向-负向循环这一问题十分关键，也影响到我们对当前“内卷”问题的理解。现在谈及“内卷”，很多人把“板子”打在地方政府“有形之手”上。但需要回答的问题是为什么地方政府的“有为”，之前就可以是“经济增长放大器”，到今天就只是“内卷助推器”？——关键原因在于宏观环境的变化，当经济缺乏一个足够大的推力把它带入正向循环后，经济就只能进行“存量竞争”，而无法开拓“增量竞争”，地方政府的“有形之手”只会成为存量竞争里的“内卷”推手。

如何进入正循环？——内需很重要，内需中的消费是收入的函数，那如何提振收入呢？——以企业为抓手，企业要有利润——企业如何有利润呢？答案似乎又绕回消费了。这种循环论证本质是源于很多现在讨论的变量都是经济内生变量——是被系统同时决定的。那么，如何改变内生变量？有两个方向：

一是变函数，对应就是结构性改革的思路。比如，总收入不变，但是收入分配结构更加优化，消费也能增加，这些效果大多是持久性的。但结构性改革的问题就是“道阻且长”，阻力比较大，见效比较慢。

二是调节外生参数。一个经济体中真正的外生变量主要就是财政、货币政策，这些是可以迅速调整的。因此，通稿中也提到“要继续实施更加积极的财政政策。要继续实施适度宽松的货币政策”；接下来需落地的问题是，**财政政策投向哪里**？一是投资于物，如果投资于“面向未来”的新兴产业，利弊得失，一句话概括就是“高风险-高收益”，目前“AI 泡沫”已经引起全球关注。如果投资于传统产业，这会对经济会产生两股力量：一方面，投资作为GDP一部分会直接带动国民收入增长，这个过程也会有就业创造和预期提振的效果，进而可能拉动内需。但另一方面，这部分投资可能转化为产能，进一步增加供给。两股力量角力，如果消费起来得更多，那投资就起到了“把经济带入正向循环”的积极作用。但如果供给端起来得更多，则可能加剧当前的低物价情形；除了投资于物，还可以投资于人（包括教育、健康、“一老一小”、生育补贴等）。此次会议也强调“必须坚持投资于物和投资于人紧密结合”。相比于投资于物，投资于人可以较好作用于需求端，而对供给端刺激较小，但“投资于人”在现实操作中可能面临一些困难。

下表总结了下一阶段可能将经济带入正循环的几种政策思路及其利弊得失。可以看到，每一选项都是有利有弊，这对政策方向和力度的把握均提出了很高要求。

政策选项	好处	坏处
结构性改革	效果持久	道阻且长
投资于物（新兴产业）	高收益	高风险
投资于物（传统产能）	消费可能因（收入、就业、预期）提升	可能加剧产能过剩、低物价问题
投资于人	需求端发力，长期增长潜力	现实操作有难度

3、“投资于人”的现实操作难点？

在操作层面，“投资于人”可能面临以下几方面困难：我国地方政府对投资于物的做法熟悉，抓手明确、对象集中、效果立竿见影——通常只需对接几家企业、上马几个项目。相比之下，投资于人则对象（广大群众）分散、抓手不明、效果不显且见效慢，同时没有一套可公式化的推进流程。

尽管不容易，我们仍应充分认识到，投资于人对支撑长期增长具有不可或缺的重要作用。

4、结构性改革，为了什么？能做什么？

结构性改革千头万绪，但笔者以为根本目标就是两点：一是充分释放人的活力，二是解决好地方政府积极性问题。围绕释放人的活力，相关改革包括收入分配改革、土地流转、公共服务均等化、社保、养老等方面；在调动地方政府积极性上，则应引导其更好地服务于“全国一盘棋”，鼓励各地走差异化发展道路。这需要解决两个方面问题：其一，保证地方有资源，这涉及财税体制改革与化债等长期课题；其二，保证地方有激励，要求建立激励相容的考核体系。例如，对走生态发展路线的地区应如何评价绩效？对发展新质生产力、数字经济、总部经济的省份，又该如何科学核算其 GDP？这些问题亟待进一步研究与解决。

5、“大市场”是免费、自发形成的吗？

此次中央经济工作会议有关政府-市场关系的表述为“放得活，管得好”。我国一直遵循“有效市场+有为政府”的组合，而非照搬西方所谓“全盘市场化、去监管化”的自由放任模式。在“统一大市场”建设上，需认识到“大市场”是我们国家得天独厚、很多国家“学不了、求不来”的优势，但是“大市场”绝不是免费、自发形成的。若仅凭人口规模就能自动实现“大市场”，那么印度理应在这方面表现最佳。事实上，“大市场”是一种极其昂贵的公共品，其建立需要稳定的营商环境、一整套有软硬件支撑的信任体系和完善的基础设施建设⁷，这背后都需要强大的国家能力作为支撑。在“大市场”中，“统一大市场”更是极为稀缺且不易得的，需要强有力的顶层统筹以打破地区间的“诸侯经济”和“保护藩篱”。

二、从“八项任务”看未来中国经济“大图景”

除了“五个必须”，会议还提出了“八项任务”：一是坚持内需主导，建设强大国内市场；二是坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；三是坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；四是坚持对外开放，推动多领域合作共赢；五是坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；六是坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；七是坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；八是坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

围绕经济发展的“八项任务”，我们可以大致勾勒出经济发展的“三条主线”以及相应需重点关注的“三组指标”。

⁷ 文一，《伟大的中国工业革命：“发展政治学”一般原理批判纲要》，清华大学出版社，2016。

（一）经济发展的“三条主线”

一是“顶天”部分——上限要突破，对应新质生产力的发展（对应任务二）；

二是“固本”部分——中坚要做实，立足“超大规模市场”，对应“国内统一大市场”的建立和“内需主导”两大理念，同时坚持对外开放（对应任务一、三、四、五）；

三是“立地”部分——底线要筑牢，对应民生保障、（安全、防风险）底线思维（对应任务六、七、八）。

（二）重点关注“三组指标”

宏观指标千头万绪、错综复杂。为提纲挈领，紧扣经济发展主线，宏观治理可重点关注以下三组关键指标：

一是物价水平：CPI目标设定在1%左右温和回升区间，PPI力争转正。物价是供需关系的集中体现，是宏观经济的“温度计”。提振物价关键在于扩大内需，提振消费。展望明年，物价转正具有一定基础，包括“反内卷”政策效应、基数效应和大宗商品价格支撑等。

二是（青年）失业率：力争低于2025年的水平。就业，尤其是青年就业，不仅事关居民收入、内需，还关乎社会稳定。下阶段，青年就业压力不容小觑。为此，建议采取以下措施：

（1）坚持“投资于人”，加强校企联动，引导就业预期，提升青年就业能力；（2）对企业吸纳毕业生给予扩岗补助或税收优惠，稳定并扩大就业岗位；（3）完善青年就业服务平台与失业动态监测体系。

三是房地产量价指标：推动销售面积与价格逐步止跌企稳。房地产被放在八大任务中的“坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险”，主要定位于“防风险”。当前房地产市场复苏动能疲软，根源在于供需两侧的关键制约均未见明显改善：从需求侧看，人口结构因素、居民收入预期不稳，加之风险偏好持续低迷，共同制约购房需求；从供给侧看，持房主体普遍面临房产出清-套现压力，催生“价格下行-加速抛售-价格进一步下跌”的负向循环压力。下一步政策大方向是因城施策，控增量、去库存、优供给。

三、总结

学习中央工作会议精神，从“五个必须”中可以看到政策路线的变与不变，更可以看到下阶段中国经济增长潜力所在，包括：供给面的强大供应链体系，需求面的统一大市场 and 潜力巨大的内需；政策层面，在于“一张蓝图绘到底”的政策定力和顶层设计的政策魄力。

根据“八项任务”展望未来，中国经济将沿着三条发展主线铺陈开来：一是“顶天”的新质生产力，二是“固本”的扩大内需+统一大市场建设，三是“立地”的民生保障+底线思维举措。三条主线共同塑造一番**有高度**（前沿技术）、**有厚度**（强内需、强供给、坚持开放）、**有温度**（民生、兜底）的中国经济新图景。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“中央经济工作会议精神解读”展开讨论。

中国国际经济交流中心副理事长王一鸣指出，今年中国经济的总体走势为“**稳中有进，韧性增强**”。所谓“稳”，即经济运行总体平稳。今年是“十四五”规划的收官之年，面对外部复杂环境变化带来的冲击以及国内发展面临的困难与挑战，中国经济顶住了压力。前三季度实现5.2%的增长，尽管增速呈现前高后低的态势，但整体运行平稳，主要经济指标符合预期。全年经济增长有望实现5%的目标，继续位居世界主要经济体前列，经济总量有望达到140万亿元左右。所谓“**韧性增强**”，突出体现为**外贸出口实现逆势增长**。自美国于今年4月实施对等关税以来，各界普遍预判我国外贸将遭受严重冲击。但从实际情况看，尽管前三季度我国对美出口出现明显下滑，但对非美国国家和地区的出口却大幅增长，由此带动整体外贸出口实现逆势上升。

明年中央明确部署了八方面重点任务，可概括为：**需求端聚焦扩大内需、建设强大国内市场；供给端着力科技创新、推进动能转换；通过深化改革破解供需失衡难题，实现更高水平的平衡。**需求端扩大内需，需坚持提振消费与扩大投资“双轮驱动”、统筹协调推进。从供给端来看，本次会议着重强调以科技创新培育发展新动能。关于通过深化改革增强高质量发展的内生动力，本次会议明确了多个改革重点领域，包括推进全国统一大市场建设，深入整治内卷式竞争等。上述改革举措将有效增强中国经济的内生动力与发展活力，推动开启新一轮增长周期，带领中国经济这艘巨轮行稳致远。

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**认为，过去一年及“十四五”期间，中国经济在困难

中实现量质双升，增速在全球主要经济体中表现亮眼，科技进步与外贸出口是两大亮点。但价格低迷这一老问题仍然存在，当前价格成为研究经济工作中的核心风向标，促进价格合理回升已成为重要目标，且治理通缩比治理通胀更具难度。**支撑当前经济的核心亮点在于科技与出口。**科技领域成果振奋，DeepSeek、宇树科技等企业表现突出，贸易战中展现的强劲竞争力促使美国放松部分出口管制；芯片等短板领域进步显著，新能源、生物医药等形成优势产业，还构建了科研、产业与资本的有机闭环。同时，需认识到科技企业发展离不开优秀带头人，需重视融合型科技人才培养，加大人才投入力度。

外贸出口方面，未来应推动发展更具韧性的国际关系，并加强国别研究、软实力培养及出海研究整合。鉴于国内需求扩张尚需时日，国际市场依赖度短期内难以降低，因此下阶段可借鉴日本经验，通过海外投资提升 GNI，同时需警惕产业空心化、资本外逃等风险。对中国企业而言，下阶段出海是必然之路，企业出海形成有国际竞争力的跨国公司是中国成为世界强国的标志。当前，我国正处于这一艰难的转型阶段，可借助香港及海外华人优势助力外贸与经济发展。

清华大学中国经济思想与实践研究院院长**李稻葵**指出，二十届四中全会提出“六个坚持”的重要要求，其中第五点明确坚持有为政府与有效市场相结合。回顾中国经济发展历程，一条重要经验贯穿始终——即政府如何更好地发挥作用。由此可见，政府的自身行为、职能定位及激励机制至关重要。当前，在这一关键问题上出现了一些偏差。从本质上看，我国经济运行面临的核心问题，在于政府仍存在路径依赖——仍在延续改革开放初期及中期的生产型政府定位。在此定位下，地方政府就难以落实中央提出的全面扩大内需的重要部署。要完成这一任务，需从短期与长期两个层面推进：短期需重点抓好地方债和房地产两项工作，长期则需推动地方政府职能转变。

从短期来看，政府职能转变需聚焦两大重点。其一，着力破解地方政府活力不足的问题。当前，地方政府在沉重的债务压力下，行为出现扭曲，已对宏观经济运行形成制约。中央政府需主动担当，通过增发国债，可借助多种方式置换地方债务，从而为地方政府松绑，进而激活经济发展的内生动力。**其二，房地产领域，地方政府需切实履行责任。**解决房地产问题的关键仍在于充实地方政府财力，建议中央政府可针对房地产领域发行特别国债。例如发行10万亿元特别国债并拨付地方政府，专项用于回购存量闲置未售房源，重点聚焦县城区域。

长期来看，政府职能应从生产型、投资型政府转型为福利型政府。我国拥有丰富的改革实践经验与制度建设空间，完全有能力探索出符合本国国情的福利供给模式。

国家金融与发展实验室主任**张晓晶**认为，结合中央经济工作会议精神，**需从理论与人力资本财富积累层面深化对“投资于人”的认知**。“投资于人”的重要性不仅在于扩大消费，更在于对中美科技竞争、应对无形资本崛起及建设创新型国家至关重要。过去人们对财富的认知多局限于有形物质财富，相应的，现行国民账户体系（SNA）及相关资产负债表研究也侧重于有形资本。而近25年，无形资本快速崛起，标普500指数中企业价值的80%由其推动。此外，无形资本与人力资本密切相关，而人力资本更是经济长期增长源头。世界银行推出的综合财富估算已将人力资本纳入在内，此举弥补了 SNA 体系因忽视人力资本统计而对长期增长和偿债能力作用估计的不足。

国际视野下看，全球财富结构中人力资本占比六成左右。中美人力资本总量居全球前两位，但我国人均人力资本财富仅为美国的1/5-1/7，存在明显短板。下一步，“**投资于人**”需**兼顾供需两端，其关键在政府，尤其是中央政府**。数据上看，我国中央政府净财富总量较大，2022年达291万亿。其中，国有股权占比50%，且流动性强，意味着中央还有能力发力。此外，“投资于人”具有公共品属性，通过中央政府发力可解决地方政府的外部性问题。具体政策建议包括：通过织牢社会安全网、优化财政支出结构、提高国有资本收益、盘活存量资产等方式，推动人力资本积累与消费扩大，助力我国迈入高收入经济体。

京东集团副总裁、首席经济学家**沈建光**围绕中央经济工作会议的八大政策信号展开，具体包括：第一，经济工作思路更加注重释放潜力和激发活力，而非简单维持规模增长；第二，宏观政策更加注重提质增效，而不是进一步加大刺激力度；第三，扩大内需更加注重存量政策优化，而不是简单的增量政策加码；第四，发展新质生产力更加注重科技创新与产业升级融合；第五，“反内卷”更加注重长期化和制度化，而不是简单行政性去产能；第六，对外贸易更加注重贸易多元化和自主性，而不是被动应对中美脱钩；第七，房地产市场风险化解更加倾向于长期释放，而不是短期出清；第八，平台政策更加注重协同发展、共同富裕，而不是简单规范平台企业经营。

展望明年，出口韧性、“十五五”开局基建发力、制造业投资提质回升是经济三大支撑因素。但消费持续下行风险、地产低迷、产能过剩是三大挑战。因此，需着力遏制商品零售下行、稳定房地产市场并化解行业产能过剩问题；全球经济方面，美国面临稳就业、防通胀、

稳股市压力；欧洲方面，受俄乌战争等影响，德国经济停滞不前，整体 PMI 低于50；日本虽走出通缩，但加息背景下日元贬值引发担忧。中国若能稳住房地产与消费，将为“十五五”开局奠定良好基础。

实现更高水平的供需动态平衡

王一鸣 中国国际交流中心副理事长

以下观点整理自王一鸣在CMF宏观经济热点问题研讨会（第112期）上的发言

一年一度的中央经济工作会议分析当前经济形势、明确新的一年宏观政策取向，部署经济工作重点任务。围绕这三个方面谈一些认识和体会。

一、2025年中国经济稳中有进、韧性增强

“稳”，表现为经济运行总体平稳。今年是“十四五”规划收官之年，面对外部环境复杂变化带来的冲击，以及国内经济运行面临的困难和挑战，中国经济顶住压力，整体运行平稳，前三季度实现5.2%的增长，主要经济指标符合预期。全年经济增长有望实现5%的预期目标，继续位居世界主要经济体前列，经济总量有望达到140万亿元左右。

“进”，突出表现在两个方面。一是科技创新成果丰硕。2025年两项成果令人鼓舞：其一，自然指数2025科研领导者榜单显示，中国继续保持世界第一，反映中国高质量科研产出的快速增长；其二，国际知识产权组织发布的国家综合创新能力排名，我国由2020年的第14位跃升至2025年第10位。**二是新质生产力稳步发展。**人工智能等加速赋能千行百业，新一代智能终端、智能体加速应用推广，建成3.5万余家基础级、230余家卓越级智能工厂，灯塔工厂数量占全球40%。我国在人工智能、生物制药、机器人等领域研发应用跻身世界前列。

“韧性增强”，突出表现为外贸出口逆势增长。美国实施对等关税后，各方面普遍预判我国外贸将遭受严重冲击。但从实际情况看，尽管前三季度我国对美出口出现明显下滑，但对非美国国家和地区出口却大幅增长，带动整体外贸出口实现逆势上升。前三季度外贸出口，按美元计价同比增长6.1%，按人民币计价增长7.1%，货物和服务净出口对经济增长的贡献率为29%，明显高于“十四五”前四年平均10%的贡献率，拉动经济增长1.5个百分点。受外贸回升带动，前11个月我国贸易顺差突破1万亿美元，达1.08万亿美元，创历史新高，引发国际社会广泛关注。值得注意的是，集成电路、汽车、船舶、液晶平板、医疗器械等产品出口增长强劲，折射出我国产业价值链加快升级，产业发展由大向强的转变趋势更趋明显。

我国外贸之所以显现如此强劲的竞争力，背后的逻辑在于低成本优势向综合竞争优势的转变。过去，我国主要依靠劳动力低成本优势参与国际竞争。近年来，我国超大规模市场优势、完整产业链优势、丰富人才资源优势、数字经济和新能源优势等逐步形成，这些优势正在转化为新的综合竞争优势。如果说，低成本优势可以被替代，综合竞争优势很难被替代。

具体来看，超大规模市场可以摊薄研发、投资、物流、营销、采购等成本，形成规模经济优势；完整的产业链优势形成强大的产业配套能力和丰富场景，形成范围经济优势；丰富人才资源优势释放出“工程师红利”，我国每年毕业的工程师数量超过发达国家总和，这是发展进程中最具自主性的力量；数字经济优势明显，工业机器人新增装机量占全球比重超过50%；新能源发展势头迅猛，可再生能源发电装机占比达60%，新能源发电量增量占全国新增发电量近50%。

同时，我们也要看到，当前经济运行仍面临一些困难和挑战，比较突出的是国内“供强需弱”问题。供给端方面，工业保持强劲增长、服务业生产显著回升，前三季度工业和服务业增加值分别达到6.2%、5.4%，均高于GDP 5.2%的增速；需求端方面，社会消费品零售总额和固定资产投资增速均明显低于GDP增速。供需失衡导致物价持续走低。全国居民消费价格指数（CPI）已连续33个月在零值线附近波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）连续38个月处于负值区间，GDP平减指数连续10个季度负增长，持续时间超过亚洲金融危机时期的7个季度。价格持续走低，影响经营主体和居民的体感和预期，还可能形成负向反馈循环，不利于提振消费和扩大投资。这些问题是发展与转型过程中伴生的问题，绕不开、躲不过，经过努力是可以解决的。

二、2026年实施更加积极有为的宏观政策

2026年是“十五五”规划的开局之年。中央经济工作会议明确指出，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，实现“十五五”良好开局。明年的经济增长预期目标，需要置于“十五五”规划乃至2035年基本实现现代化的目标中去统筹考量。

实现2035年人均GDP达到中等发达国家水平的目标，不考虑动态变化、价格和汇率因素，通常认为人均GDP需跨越2万美元的门槛，这就要求经济总量较2020年翻一番，对应的年均

增长率需达到4.73%。若2025年 GDP 增长实现5%的预期目标，“十四五”期间年均 GDP 增速就为5.4%左右；据此推算，“十五五”期间年均增长保持在4.5%以上，“十六五”期间年均增长在4%以上，就能实现经济总量翻一番的目标。但若纳入动态因素考量，中等发达国家的门槛值会随着发达经济体经济增长同步提高。此外，国际比较是按换算为美元的名义 GDP 作比较的，这就要推动物价回归合理区间，并实现人民币汇率稳定上升。这些条件要求明年尽可能实现较快的经济增速，在此基础上持续提升经济质量。

中央经济工作会议明确提出，要实施更加积极有为的宏观政策，这一方面要求加大逆周期调节力度，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；另一方面，我国经济运行面临周期性、结构性与体制性因素交织的复杂局面，还需加大跨周期调节力度，推进结构性改革，增强经济增长内生动力。

要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字规模、债务总规模与支出总量。既着眼当前，用好用足财政政策空间，也要为应对未来风险留有余地，确保财政可持续。在政策质效上，着力提高精准性和有效性。优化财政支出结构，强化国家重大战略财力保障，推动更多资金资源投资于人。统筹用好政府债券资金，更加注重惠民生、扩内需、增后劲。同时在政府债务结构上进行优化，适当调整地方政府债中一般债与专项债的比重。

继续实施适度宽松的货币政策。中央经济工作会议提出，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量。这就要求把物价目标作为货币政策的“锚”，紧盯居民消费价格指数和 GDP 平减指数的变化，在价格水平回升至2%左右并相对稳定前，保持货币政策的足够力度。在政策执行上，要灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具，保持流动性充裕，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，促进社会综合融资成本低位运行，为经济回升向好营造良好的货币金融环境。继续用好用活结构性货币政策工具，疏通货币政策传导机制，引导资金流向扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。

三、努力实现更高水平的供需动态平衡

中央经济工作会议部署了2026年经济工作八个方面重点任务，需求端聚焦扩大内需、建

设强大国内市场；供给端着力科技创新、推进新旧动能转换；同时，通过深化改革破解供需失衡问题，实现更高水平的供需动态平衡。

从需求端看，扩大内需要统筹提振消费与扩大投资，实行“双轮驱动”。从提振消费看，中央经济工作会议明确提出要深入实施提振消费专项行动。提振消费，一方面要提高居民收入，会议明确提出制定实施城乡居民增收计划，令人鼓舞；另一方面，要增强居民消费能力，提高政府公共服务支出占财政支出的比重，政府加大教育、托育、养老、医疗等公共服务和民生保障支出，就能减轻居民负担，进而释放居民消费潜力。同时要看到，当前我国商品消费相对饱和，服务消费潜力巨大。扩大消费重点要由商品消费转向服务消费。要放宽准入限制、理顺服务价格，吸引更多社会资本进入，在更多细分领域增加优质服务供给，满足中高收入群体多样性差异化的服务消费需求。

消费和投资两者既相互联系，又相互促进。通常而言，消费是慢变量，投资是快变量，通过动员可在短期内实现较快增长。在居民消费预期偏弱和社会投资内生动力不足的情况下，要更好发挥政府投资的带动作用，用好中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债券等资金，靠前实施具备条件的“十五五”重大项目。2026年是“十五五”规划开局之年，一批重大工程项目将集中推进实施，包括战略骨干通道、新型能源体系、重大水利工程、重大科技基础设施和城市更新改造等，为扩大投资拓展了空间。同时，要优化政府投资结构，提高民生类项目政府投资比重，加强学前教育、健康养老、文化体育、休闲旅游等领域补短板投资，推动更多资源“投资于人”，同时加大科技创新、绿色转型、安全保障等领域投资，实现扩大投资与消费结构升级、人力资本提升良性互动。

从供给端看，加快以科技创新培育发展新动能。中央经济工作会议特别提到，推进北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心建设，将北京、上海国际科技中心拓展至京津冀、长三角区域，进一步拓展了科技创新能力建设的空间。在全球创新集群排名中，粤港澳大湾区位列第一，北京排名第四，上海-苏州排名第六，三大板块均处于全球领先梯队。这三大区域科技创新能力持续提升，将对我国提升在全球创新格局中位势产生重要影响。

科技创新需更加突出原始创新导向。原始创新就要从源头做起，加强基础研究和应用基础研究。随着新科技革命下科学研究范式的深刻变革，基础研究转化周期明显缩短，国际科

技竞争向基础前沿前移。要强化科学研究、技术开发原始创新导向，优化有利于原创性、颠覆性创新的环境。“十五五”时期要加强基础研究战略性、前瞻性、体系化布局，加大长期稳定支持，以基础研究的突破带动引领性原创成果、战略性技术产品的重大突破，在更多领域跻身国际国内领先行列。

从供需平衡看，要通过深化改革实现更高水平的供需动态平衡。一是推进全国统一大市场建设，综合整治内卷式竞争。当前市场准入较为便捷，但退出渠道不畅，“进易退难”问题突出，需通过深化改革建立落后过剩产能的有效退出机制。二是深化财税体制改革。长期以来，我国在生产环节征收消费税，消费地政府难以从中受益，对促进本地消费动力不足。要加快落实党的二十届三中全会确定的“推进消费税征收环节后移并稳定下划地方”的改革举措，激励地方政府推动扩大消费的积极性，改变地方政府“重投资、轻消费”的行为模式。三是加快农业转移人口市民化。这是提振消费、扩大内需的重要抓手。要加快落实“由常住地登记户口提供基本公共服务制度”，鼓励常住地政府解决农业转移人口社会保险、住房保障、随迁子女教育等基本公共服务问题，建立有效激励机制提高常住地政府提供基本公共服务的积极性，释放农业转移人口的巨大消费潜能。

总之，要将政策支持和改革创新更好结合起来，增强经济发展内生动力和活力，开启新一轮增长周期，推动中国经济这艘巨轮行稳致远。

进一步夯实我国的科技与出口核心优势

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宏观经济热点问题研讨会（第112期）上的发言

2026年是“十五五”规划开局之年，做好经济工作至关重要。12月召开的中央经济工作会议处于兼具年度收官与中长期规划衔接意义的特殊节点，对明年经济工作做出了清晰安排。判断当前经济形势，我们既要把握年度经济运行的常规特征，更要立足中长期规划的战略视角。

一、整体看经济表现亮点突出，但供强需弱、价格低迷等老问题仍待解

过去一年乃至“十四五”期间，中国经济在多重困难挑战下取得显著进步。这种进步不仅体现在经济总量的持续增长上，更凸显于发展质量的稳步提升。尽管中国经济增速从超高速逐步过渡到中高速、中低速，但在全球主要经济体中仍保持领先地位。今年以来，中国经济5%的增速水平在世界主要经济体中名列前茅，且对世界经济增长的年贡献率预计仍保持在30%左右，依然是世界经济增长的重要动力源。

在取得成绩的同时，也看到供强需弱、价格低迷等“老问题”依然没有得到根本解决，制约经济持续健康发展，需在中长期规划中持续聚焦破解。特别是我经常提及的价格问题，当前经济运行中，价格指数已成为研判经济形势的核心风向标，“十五五”规划已将价格合理回升确立为重要目标。这一变化与以往以控制通货膨胀为主要目标的导向形成鲜明对比，背后也反映出当前经济面临一定的通缩压力。从经济学理论与政策实践共识来看，治理通缩的难度远高于治理通胀，这也为后续经济政策的制定与实施提出了更高要求。

二、科技和对外经贸是支撑中国经济稳健运行的关键力量

在复杂严峻的发展局面中，中国经济增长的核心亮点集中于两大领域：一是科技领域的突破性进展，二是对外经贸的韧性增长，两者共同为经济发展注入强劲动力。

（一）科技领域实现多点突破，形成良性发展生态

中国科技领域发展成效显著，科技企业集群崛起，获得资本市场高度认可。近几年，特别是今年，以 DeepSeek、宇树科技、杭州“六小龙”为代表的创新力量加速集聚，在深圳、长三角等产业高地也涌现出一批高新技术企业，不仅在技术研发端实现关键突破，更在资本市场收获高度认可，其亮眼表现刷新了市场对中国科技产业价值与定位的认知。今年初，DeepSeek 的出现改变了全球投资者对中国科技股的看法，中美科技股走势阶段性逆转，出现显著分化，此后中国科技股保持快速上行。中国经济的韧性和科技的强劲竞争力也使得中国在中美关税博弈中保持“强硬”态度，也促使年底时美国在出口管制上表现出立场软化。

在科技领域，中国既注重“补短板”，也着力“筑优势”。补短板是科技优势产业构建的重要基础，其战略价值与筑优势同等重要。伴随科技投入不断增加、基础研究水平进一步提升，近年来，我国在补科技短板领域取得实质性进步，高端装备制造、芯片制造等方面取得重要突破，一定程度上缓解了关键核心技术“卡脖子”的制约，为整个科技产业的自主可控发展奠定了坚实基础。在补齐短板的同时，中国也在多个科技细分领域形成具有国际竞争力的优势产业，实现了跨越式增长。除新能源产业保持领先地位外，近年来我国在生物医药领域尤其是早期研发环节的优势也获得国际认可。此前我曾对该领域进行研究，初步研究发现，在中美两国的产业竞争与技术比拼中，我国部分领域的技术水平或已超越美国，比如当前大量中国原研药专利被美国企业引进，由其完成商业化落地的“最后一公里”。不过值得关注的是，这一优势背后仍存在挑战，原研药研发具有成本高、成功率低的特点，但受限于国内定价机制，中国药企在高利润支撑能力上与美国药企相比仍存差距。

科技领域已形成科研、产业与资本深度联动的有机闭环，构建起可持续的良性发展循环。科技发展高度依赖资本支撑，当今的大型科技企业几乎都是在资本的大量投入甚至可喻为“烧钱”中成长起来的。以人工智能为例，其被认为必然成功的逻辑之一，就在于该领域吸纳了空前规模的资本。巨额资本的注入，在相当程度上改变了传统由需求驱动的市场逻辑，若仅从当前实际需求看，人工智能虽能带来进步与便利，但并非不可或缺，然而资本以前所未有的强度涌入，推动了该领域实现跨越式突破。从 AlphaGo 到 ChatGPT，在市场化应用尚未成

熟阶段，正是资本为技术突破提供了关键支撑，从2019年至今，ChatGPT 所属公司 OpenAI 融资总金额超百亿美元。当前中国资本市场与国际趋势同步呼应，可以看到一些尚未盈利、甚至营业额较低的研发型高科技公司，市值已达到数千亿级别。由此可见，资本市场在驱动科技创新与产业融合过程中，发挥着至关重要、不可替代的作用。

（二）对外经贸领域展现韧性，结构优化与空间拓展并行

“抢出口”已从短期现象转变为常态特征，出口在复杂国际环境下表现超出预期，背后依托多重优势。近年来，由于对国际环境及中美关系走势存在较大的不确定性预期，企业倾向于“抢出口”，这一现象已逐渐从短期行为演变为行业常态。在外部环境愈发复杂的背景下，中国对外经贸取得的成绩超出市场预期，其背后是多重核心优势的共同支撑。一是从大卫李嘉图比较成本学说看，我国在分工与交易成本方面具备显著竞争优势；二是中国民营企业群体具备强大的市场开拓与适应能力，能够精准把握全球市场变化；三是拥有不可替代的完整产业链与供应链体系，构成制造业竞争的核心基础；四是具备供给全球市场的强大生产能力，为出口增长提供坚实保障。

出口结构持续优化调整，出口产品提质升级、服务贸易快速发展。近年来，中国出口的产品结构向高科技、高竞争力升级，出口产品逐渐摆脱了传统低端劳动力密集型、低附加值的标签，完成向高科技产品的转型跨越。如今，中国出口的核心不再是落后的传统产品，而是兼具高技术含量与高性价比的优质产品，这类产品以高度的国际竞争力打破了此前“低质低价”的刻板印象。在保持实体产品出口优势的同时，服务出口表现不俗，还伴随着商业模式的对外输出，例如，一批源自中国的电商、云服务企业凭借成熟的运营模式与核心技术，在国际市场中构建起强劲竞争力。

中国出口优势的持续巩固，离不开企业出海与国际市场空间的拓展。我国已从早期的商品输出逐步转向商品输出与资本输出并重的格局。依托企业出海，在海外布局生产制造、研发创新、供应链配套等核心环节，中国产业链与国际产业链的联结持续深化，这种深度“绑定”不仅提升了中国产业在全球价值链中的嵌入度与话语权，更通过海外产业布局反向带动国内出口，为国内出口增长提供了可持续的需求支撑。与此同时，中国积极拓展国际市场空间、突破外部压制，为出口增长筑牢保障。面对美国强势打压，中国坚持“对抗与合作并行”

的应对策略。在坚决维护国家利益的同时，积极开展多元外交与经贸协作，在非美市场取得重大突破，为外贸增长开辟了新的空间。

三、对进一步巩固科技、对外经贸等经济发展优势的思考

从科技与对外经贸这两个关键领域来看，我们在发展进程中已积累诸多优势，应当乘势而上，让科技与对外经贸优势成为高质量发展的更强动力。

（一）发挥企业在促进科技创新与产业创新深度融合中的关键作用，重视培养“融合型”科技人才

坚持系统化的循环统筹思路，紧密衔接科技、产业与资本，着力推动科技创新与产业创新融合发展。实现科技创新与产业创新的深度融合，核心抓手是科技企业，必须通过企业将科研与市场需求紧密联结。我们既要注重源头研发与自主创新，也要高度重视依托于企业的大规模场景的应用创新，实现二者的有机结合。如何进一步推动科技企业发展、助其步入健康可持续的成长轨道，是值得深入研究的课题，这其中既包括帮助企业对接资本与拓展应用场景，也包括助力其提升市场适应能力并顺利跨越创业阶段，实现规模化、持续化发展。

在此过程中，科技企业家与特殊人才的作用尤为关键，要珍视科技企业家核心资源。科技企业的发展离不开核心带头人的关键引领。正如浙江某知名创新科技企业创始人所言，企业核心创始人与其他高管在关键决策中的作用呈现“99%与1%”的鲜明特征，科技产业发展并非单纯依赖逻辑推导，更多时候需要企业家在不确定性中展现出敏锐的行业洞察力、精准的趋势判断力、果断的决策执行力与高效的资源配置力，其对机遇的把握直接决定企业成长轨迹。企业家是宝贵的稀缺资源，应当得到高度重视与珍惜。

全面落实一体推进教育科技人才发展，重视“融合型”科技人才的培养，也要关注“培养科技人才的人才”。教育、科技、人才是相辅相成、有机联系的整体。高校的使命不仅在于培养科技人才，也在于培养能够培育科技人才的“导师”，这两种人才都是支撑国家创新体系的关键资源。高校作为人才培育主阵地，需结合科技产业发展需求优化专业设置与培养模式。借鉴武汉大学科技企业家项目经验，重点培育兼具多领域素养的融合型人才，这类人才需同时具备技术研发能力、市场洞察能力、企业管理能力、资本运作能力，还要兼具政治

素养与国际关系视野，只有这样的科技人才才能够精准把握科技企业发展需求，有效整合各类资源推动企业成长。投资于这种融合型人才的培养，本质上也是“投资于人”的体现。

（二）持续优化对外经贸领域发展环境，提升综合竞争力

一是构建更具韧性的国际关系。对外经贸发展与国际关系深度交织，国际关系是保障对外经贸平稳的“压舱石”。当前全球地缘政治博弈持续加剧，复杂的国际环境对中国对外经贸稳定发展构成挑战。在此背景下，中国需保持战略定力，维持好的国际关系，重点聚焦非美市场，降低对单一市场的依赖风险。

二是高校和科研机构需进一步强化国别研究。随着中国深度融入全球经济体系，企业海外办厂、跨境投资日益频繁，对精准的国别研究需求愈发迫切。目前，中国的国别研究虽有一定基础，但在深度、广度及针对性上仍有较大提升空间。高校与科研机构需将其纳入重点工作范畴，加大资源投入力度，弥补这一领域的研究短板。

三是加快对外经贸领域软实力建设。近年来，中国在商品、资本和商业模式输出方面取得了显著成就，但与之匹配的软实力，特别是在国际规则、专业服务和标准制定等领域的影响力，仍是需要加强的关键环节。需聚焦当前软实力领域的薄弱点，强化会计、律师、信用评级、认证检测等中介机构建设，积极参与并主导国际标准制定，提升在国际争端解决中的话语权。

四是持续重视国际市场的重要作用，坚定不移推动企业出海。国内需求的扩张是一个渐进过程，短期内难以完全消化庞大的供给能力，这背后涉及深层次的收入分配结构问题，而提高劳动报酬在初次分配中的比重并非易事，难以短期完成。因此，在积极扩大内需的同时，要注重开拓国际市场。参考国际经验，日本在国内经济经历通缩和低迷时期，其企业通过大规模的海外投资，成功在海外打造了另一个“日本”，有效拓展了经济增长空间。1982年之前日本的 GNI 还低于 GDP，从1982年开始，日本 GNI 与 GDP 的差值越来越大，到2024年，GNI 与 GDP 间差值，即日本与其他国家收入往来净额占 GDP 的比重已经超过6%，而1995年时该比重还不足1%。对中国而言，企业出海绝非简单的资本或产能转移，而是维持国际竞争优势的关键发力点。企业出海能够推动国内产业链、技术成果与人员往来同国际市场建立更紧密的联结，形成“国内支撑海外、海外反哺国内”的良性互动。

当然，在此过程中，也要理性看待出海过程中的潜在风险，警惕产业空心化、资本外逃等问题。但必须明确的是，企业出海是坚定不移的长期战略，推动企业通过出海逐步成长为具备国际竞争力与全球影响力的跨国公司，是中国从经济大国迈向世界性强国的核心标志。当前，中国正处于这一艰难且波澜壮阔的转型征程中。未来还可继续发挥香港和海外华人的独特优势。香港作为国际金融、贸易和航运中心，拥有“一国两制”的独特优势，可以作为中国企业出海的超级联络人。而庞大的海外华人网络则拥有丰富的当地市场知识、商业人脉和跨文化沟通能力，能够为中国企业落地提供宝贵的支持。

推动政府职能转变，引领经济高质量发展

李稻葵 清华大学中国经济思想与实践研究院院长

以下观点整理自李稻葵在CMF宏观经济热点问题研讨会（第112期）上的发言

中国经济当前蕴藏巨大发展潜力，同时短期运行面临诸多困难。二十届四中全会与本次中央经济工作会议已指明清晰方向，核心在于推动政府职能、自身行为及激励机制的转变。抓住这一“牛鼻子”，既能破解当前短期难题，也能助力中国经济实现长期健康的高质量发展。

二十届四中全会提出“六个坚持”的重要要求，其中第五点明确坚持有为政府与有效市场相结合。回顾中国经济发展历程，一条重要经验始终贯穿其中，即政府如何更好地发挥作用。从改革开放前制约市场经济发展的状态，到过去四十余年改革发展进程中促进市场经济发展，政府角色的转变对我国经济影响深远。由此可见，政府的自身行为、职能定位及激励机制至关重要。当前，在这一关键问题上出现了一些偏差。从本质上看，我国经济运行面临的核心问题，在于政府仍存在路径依赖，延续了改革开放初期及中期的生产型政府定位。在此定位下，难以落实中央提出的全面扩大内需的重要部署。要完成这一任务，需从短期与长期两个层面推进：短期需重点抓好两项工作，长期则需推动一项重大转变。

一、短期聚焦：地方债务化解与房地产市场纾困

从短期来看，政府职能转变需聚焦两大重点。其一，着力破解地方政府活力不足的问题。当前，地方政府在沉重的债务压力下，行为出现扭曲，已对宏观经济运行形成制约。地方债务实际总规模水平较高，已使地方政府难以足额偿付利息。在当前及未来一段时期内，地方政府甚至可能成为制约经济发展的最大收缩性因素。为缓解债务压力，部分地方政府通过加大税费征收力度筹集资金，而资金上缴金融机构后，却因企业投资意愿低迷难以实现有效放贷，因为在收费收税背景下企业没有投资动力，普遍持观望态度。与此同时，地方政府还存在大量款项拖欠问题，既包括工程项目款项，也涵盖基层公务员及参公人员的绩效奖金，据估算，拖欠总规模约达10万亿元。在此背景下，地方政府已成为当前经济运行中的“黑洞”，

大量经济资源被吸纳后，仅以资金形式沉淀于金融机构，未能转化为有效发展动能，这是当前经济循环淤堵的核心症结。

如何破解这一难题？中央政府需主动担当，增发中央国债。当前，我国中央政府国债规模占 GDP 的比重约为28%，处于全球较低水平，与其他主要经济体相比差距显著，全球许多国家该比例超过100%，日本更是高达220%。我国中央政府财政金融基础扎实，在全球范围内属于财务状况良好的中央政府，且掌握着庞大的国有资产。据测算，中央政府掌控的国有净资产规模占 GDP 比重超38%，部分估算数据甚至显示该比例可达60%-70%，对应规模高达100万亿元。相较之下，28%的国债占比仍有较大提升空间。需要说明的是，发行国债并非简单的“寅吃卯粮”，本质上是一种重要的金融服务手段。通过增发国债，可借助多种方式置换地方债务，从而为地方政府松绑，使其能够将更多精力投入到扩大公共福利支出、化解房地产领域风险、清偿拖欠款项等工作中，进而激活经济发展的内生动力。这是短期内需推进的第一个关键举措。

其二是房地产领域，地方政府需切实履行责任。中央文件已多次提到，充分赋予城市政府房地产市场调控自主权，推动地方政府助力房地产市场企稳复苏。房地产领域的重要性可通过一组数据清晰体现：本年度我国股市表现向好，截至当前涨幅达18%，成绩亮眼，但股市总市值约为100万亿元，居民持有市值最高不超过50万亿元，即便本年度实现18%的收益，覆盖的资产规模仍相对有限；反观房地产市场，总市值约达400万亿元，其中70%由居民持有，涉及范围更广、影响更深。进一步推算，约1亿90后群体中，其持有的房产要么当前市价与购入价基本持平，要么已处于负资产状态。当前房地产市场价格持续下行，交易量尚未完全恢复，投资呈负增长态势，这无疑对居民的消费动力、消费底气与消费信心形成直接且负面的冲击，因此该领域问题亟待解决。解决房地产问题的关键仍在于充实地方政府财力，建议中央政府可针对房地产领域发行特别国债，例如发行10万亿元特别国债并拨付地方政府，专项用于回购存量闲置未售房源，重点聚焦县城区域。本次中央经济工作会议与二十届四中全会均再次强调以县城为重要载体的城镇化建设，未来县城需吸纳大量人口，地方政府可先行回购存量房源，为城镇化推进提供支撑。以上便是短期需重点推进的两大任务：地方债务化解与房地产市场纾困。

将这两项任务统筹来看，可总结为短期内需推动公共财政理念向公共金融理念转变。传统公共财政模式下，中央与地方政府均实行年度收支核算，收支缺口即形成财政赤字。这种

核算方式需要进一步调整，应转向长期综合核算，统筹考量中央与地方政府持有的长期性流动资产及负债。从公共金融的视角进行大账长期核算，政府整体资产负债表能够实现平衡。我们持有的大量中央及地方国有资产，足以覆盖地方债务与国债规模。

二、长期转型：从生产投资型政府向福利服务型政府转型

在长期层面，政府职能的核心转变方向是从生产型、投资型政府转型为福利型政府。长期以来，各级地方政府的工作重心集中于抓投资、上项目、促进 GDP 增长，中央政府层面也存在类似倾向。以部委机构设置为例，在29个部委下设的300至400个司局中，聚焦消费领域只有国家发展和改革委员会的就业收入分配和消费司、商务部的消费促进司为专职消费管理部门，工业和信息化部消费品工业司侧重消费品生产。其余司局多围绕生产与投资布局，所以政府职能转变具有迫切性。

从国际经验来看，当一国人均 GDP 迈入高收入阶段（超过1.3万至1.4万美元），政府财政支出通常以福利性支出为主。但我国当前财政支出仍以建设性支出为重点，经测算，建设性支出占比至少达60%至70%，真正用于民生基本福利的支出占比相对较低。尽管部分发达国家如美国、欧洲国家存在福利支出占比过高的问题，70%至80%为刚性福利支出，我们无需照搬其模式，但可借鉴其重视民生福利的理念。当前，我们应深入学习贯彻二十届四中全会与本次中央经济工作会议精神，推动中央与地方政府职能实现转变，从侧重生产、投资的生产型政府，转型为高效提供基本公共福利的服务型政府。这一转变需从考核机制与机构设置两方面同步推进：例如，地方政府考核指标应从投资规模、GDP 增速，转向人均消费水平、区域人均基本福利水平等；政府的机构设置也需相应调整。

此外，中国群众具备勤奋的品质，以保洁人员、快递员、网约车司机为代表的劳动者群体尤为突出。为这类群体提供基本公共福利，绝不会导致“养懒人”的现象，也不会重蹈欧洲部分国家的覆辙。我国拥有丰富的改革实践经验与制度建设空间，能够探索出符合本国国情的福利供给模式，避免陷入福利过度引发的发展困境。

综上，推动中国经济实现高质量发展，顺利达成2035年与2050年的发展目标，关键在于转变政府职能，更好发挥政府作用。短期需聚焦两大任务：化解地方债务风险、纾困房地产

市场；长期则需推动政府职能转变，从侧重促进生产、扩大投资，转向聚焦提供基本公共福利。

投资于人，赋能创新型国家建设与高质量发展

张晓晶 国家金融与发展实验室主任

以下观点整理自张晓晶在CMF宏观经济热点问题研讨会（第112期）上的发言

当前，各界对“投资于人”的讨论多聚焦于需求端，将其视为扩大居民消费、稳定宏观经济、推动经济复苏的重要手段，但这种视角的覆盖面与深度仍显不足。在中美科技竞争加剧、无形资产加速崛起的背景下，加之中国建设创新型国家的战略目标，“投资于人”的重要性不言而喻。

一、重新认识“投资于人”

从国民财富的维度来看，自《国富论》问世以来，传统意义上的财富认知多局限于有形财富或物质财富的范畴。相关领域的研究成果颇丰，我们团队所做的国家资产负债表编制研究工作，遵循现行的国民账户体系（SNA），其核算范围即是以物质财富、生产资本为核心，同时纳入土地资源等自然资本。然而，过去25年间，无形资本的崛起引发了财富格局的巨大变革。以标普500指数成分股企业为例，此类企业多为大型跨国公司，其价值构成已发生显著变化：当前，这些企业价值的80%由无形资产驱动，仅20%来自有形资本；而25年前的结构则截然相反：即有形资本贡献了80%的价值，无形资产仅占20%。无形资产与人力资本存在紧密关联，其涵盖的品牌、专利、软件、数据、算法及组织流程等要素，均与人力资本深度相关。

从通俗意义上理解，人力资本是无形资产的核心源头，或者说，无形资产是人力资本的固化形态。如前所述，标普500指数成分股企业的案例，已从微观层面印证了无形资产对企业价值的主导作用。但在宏观层面，现行的国民账户体系（SNA），以及国家资产负债表估算工作，乃至皮凯蒂在《21世纪资本论》中涉及的国家资产负债表相关研究，都是以物质资本或有形资本为核心估算对象。上述核算体系并非完全未涉及无形资产，品牌等少数要素已被纳入，但人力资本始终没有被考虑进去。

导致这一现象的关键因素，在于核算的目的。国民账户体系（SNA）的核心目标，是服务于金融稳定分析，重点在于部门资产负债的匹配性与可清算性评估，因此仅纳入产权清晰、

可交易、可计价的物质与金融资产。由于人力资本不可分离、不可强制变现，难以满足核心资产负债表的会计确认标准，从而未被纳入。国民账户体系（SNA）虽能实现上述目标，却忽略了人力资本对经济长期增长、国家中长期偿债能力构建的关键作用。为弥补这一缺陷，世界银行推出了“综合财富”（comprehensive wealth）估算框架，在生产资本、自然资本之外，新增人力资本作为核算维度，这一调整具有重要意义。

回顾过去四十余年的改革开放历程，尤其是从资产负债表的研究视角出发，可得出一个重要结论：当投资聚焦于“物”时，负债端的投入通常会直接形成资产端的实际资本，实现资产与负债的完全匹配，因此债务风险相对较低。尽管当前我国债务率处于较高水平，但所拥有的财富规模依然十分可观。与之形成对比的是，以美国为代表的发达经济体在应对危机时，例如2008年金融危机，政府往往通过扩大负债，实施转移支付、向居民发放补贴等政策支持居民消费。传统分析认为，美国政府的此类举措一方面形成债务，另一方面却未有对应形成实物资产，因此债务风险持续上升。这种观点忽略了一个重要维度：消费虽然没有形成所谓的有形（或物质）资产，但其实是在不断积累人力资本。从世行的综合财富分析框架来看，美国的这种做法并非“不合适”，相反是在积累人力资本。所以，“投资于实物资产的债务风险更低，投资于人（进行消费）的债务风险更高”这个判断是错误的。债务风险的关键不在于是否形成实物资产，而在于未来现金流与收入能力。人力资本通过提升潜在增长率，扩大税基，增强政府偿债能力。因此，未来如果加大对人的投资，仅从物质层面看，资产和负债可能会呈现不平衡状态，但实际上并不会带来更高的风险。

二、中美人力资本财富对比

根据世行每年发布的相关报告，在纳入人力资本财富的全球财富结构中，人力资本财富占比平均超过六成，而实物财富、有形财富占比仅占四成左右。

从中美两国的人力资本财富对比来看：中国凭借丰富的人力资源总量优势，与美国共同跻身全球人力资本财富总量前两位，中国作为全球第二大人力资本储备池，这一成就值得肯定。但从人均角度分析，差距较为显著，美国人均人力资本财富是中国的5-7倍，这一对比清晰反映出中国在人力资本积累方面的短板，而该短板将直接影响未来中美科技竞争格局及创

新型国家建设进程。由此可见，对“投资于人”及人力资本问题的审视，不能局限于需求端单一维度，而应兼顾需求端与供给端，尤其需要立足未来长期增长和创新型国家的构建。

要缩小中美人力资本财富差距，需先明确差距形成的核心原因。根据世界银行的人力资本财富估算公式“人力资本财富=当前工资×就业概率×剩余工作年限”，中美差距主要源于三方面。第一，美国工资水平显著高于中国，因为其工资与劳动生产率相匹配，美国多数劳动者就职于高生产率部门或价值链中高端环节，蓝领及低端岗位占比相对较低。第二，美国当前就业市场表现良好，就业概率成为重要支撑因素。第三，美国劳动者预期剩余工作年限相对更长。于中国而言，关于延长工作年限的问题还存在争议，但促进劳动力向价值链中高端转移、推动工资水平与劳动生产率相匹配却是共识。

三、“投资于人”的主体责任

从“投资于人”的主体来看，其核心实施主体是政府，而政府推进相关工作需解决两大重要问题：钱从哪儿来与钱往哪儿去。钱往哪儿去？显然是“投资于人”，但具体实施路径仍需细化。其实大家更关心的是钱从哪儿来的问题。中央政府具备充足财力、能力及信用基础推进相关工作。据我们测算，截至2022年，中央政府净财富已达291万亿元，当前这一规模应该已突破300万亿元，净财富总量超过GDP的两倍。针对部分观点对财富变现能力的质疑（例如土地、办公大楼等资产的流动性问题），需明确的是，政府净财富中，50%的资产为国有股权，具备极强的流动性。从国际对比来看，2022年，我国政府净财富占社会净财富比重为37.6%，在全球遥遥领先；发达经济体中，美国、英国政府净财富均为负值（并非政府没有财富，而是负债规模远超资产规模）；日本、德国、加拿大等国政府净财富虽为正值，但占社会净财富的比重仅约5%左右。基于这一财富基础，中央政府完全有底气通过增发国债、依托国家信用以及向居民部门进行财富转移等方式，为“投资于人”提供支撑。

之所以强调中央政府需牵头发力“投资于人”，核心原因有两点：一是“投资于人”与公共服务均等化密切相关，地方政府本应承担相应责任，但地方政府普遍面临财力不足的困境；二是“投资于人”本质上属于公共品建设范畴。和一般基础设施等实物资产不同，人力资源具有高度流动性，若某一省份单独投入大量资源用于人力资本培育，最终劳动力可能流向其他城市，导致地方政府的投入与收益不匹配，形成所谓外部性问题。而从中央层面统筹

推进“投资于人”，可将这一外部性问题转化为内部性问题，有效破解地方政府的投入顾虑，因此中央政府的主导作用至关重要。

四、“投资于人”的四大举措

关于“投资于人”的具体实施路径，现提出四点举措。

第一，织密社会安全网，推动基本公共服务均等化，着力扩大居民消费，尤其聚焦发展型消费。文化、文体体育等领域均属于发展型消费范畴，此类消费对人力资本积累，特别是创新思维的塑造具有非常积极的作用。我们不应将听音乐会、观看演出等活动简单视为消遣娱乐，而应从人力资本长期培育的维度，客观认识其深层价值。

第二，优化财政支出结构，重点提高“投资于人”的支出占比。在预算编制过程中，可将原归属于社会消费性类别的教育支出、技能培训支出、基本公共卫生支出及科研领域人力资本支出予以剥离，归类为“人力资本投资”或“生产性民生支出”。明确支出属性与定位，才能为“投资于人”相关工作的推进提供坚实抓手。

第三，提升国有资本经营收益，充实社保基金与民生保障资金。深化国有企业改革，提高其利润上缴公共财政的比例；将部分国有资本股权划转至全国社会保障基金，直接增强养老等民生支出的长期支付能力。

第四，盘活政府存量资产，提高资产收益率。当前政府掌握的存量资产规模超过300万亿元，若能将其收益率提升1个百分点，即可新增约3万亿元资金。这笔资金可在完善公共服务体系、提高基本养老金水平等领域发挥重要作用，有效破解民生保障领域的资金缺口问题。

若能落实上述举措，则既能在供给端为人力资本积累、人力资本财富增值提供保障，助力创新型国家建设；又能在需求端扩大居民消费，尤其是服务型消费，形成供需两端相互促进的良性循环。进一步而言，将更多资源“投资于人”，并实现与“投资于物”的协同推进，这一全新发展战略将有力支撑我国稳步迈入高收入经济体行列。

中央经济工作会议八大政策信号

沈建光 京东集团副总裁、首席经济学家

以下观点整理自沈建光在CMF宏观经济热点问题研讨会（第112期）上的发言

一、中央经济工作会议八大政策信号

1、经济工作思路更加注重释放潜力和激发活力，而非简单维持规模增长

2025年我国经济增长呈现明显的“前高后低”态势，尤其下半年增速持续下行。针对明年经济发展路径，中央经济工作会议提出“必须充分挖掘经济潜能，必须坚持政策支持和改革创新并举，必须做到既“放得活”又“管得好”，必须坚持投资于物和投资于人紧密结合，必须以苦练内功来应对外部挑战”，表明经济工作思路聚焦于释放经济潜在动能和激发国内市场活力，兼顾短期增长和中长期发展。

同时，会议要求“坚持积极务实的目标导向，着力解决存在的困难问题，在质的有效提升上取得更大突破”，也表明在推动经济发展过程中，质量的提升、结构的优化、动力的转变相对于传统模式下的规模增长更加重要。

2、宏观政策更加注重提升效能，而不是进一步加大刺激力度

会议指出，明年经济工作的政策取向是“坚持稳中求进、提质增效”（对比去年的“稳中求进、以进促稳”），“发挥存量政策和增量政策集成效应”，更加注重提升经济发展的质量和效率。

财政政策方面，会议要求“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，预示政策在保持连续性的基础上难以显著加力。同时提出“规范税收优惠、财政补贴政策”，更加关注财政可持续性。预计2026年赤字率维持在4%左右，超长期特别国债和地方政府专项债规模保持平稳。此外，会议也提到“重视解决地方财政困难”，对应当前经济增长的关键堵点。

货币政策方面，会议提出“把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策重要考量”，推动物价回升的目标导向更加明确。以往通常将物价目标设定为不超过3%或2%，核心是防范通胀过快上涨。而本次会议明确提出推动物价合理回升，这一判断精准契合当前经济形势。当前通胀水平偏低，1-11月居民消费价格指数（CPI）基本在0%左右波动，近期CPI出现反弹迹象，无疑是积极信号。明年物价目标如何设定备受关注，推动工业生产者出厂价格指数（PPI）转正、CPI回升至2%均面临不小挑战，亟需财政政策与货币政策协同发力。另外，相比去年，会议并未提及“社会融资规模、货币供应量同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”，表明货币政策调控在逐步淡化数量指标。

3、扩大内需更加注重存量政策优化，而不是简单的增量政策加码

消费方面，会议提出“扩大优质商品和服务供给。优化两新政策实施。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”。这表明明年提振消费的重点在供给侧，消费品以旧换新补贴力度将会减弱，同时更加注重促进服务消费发展，预计接下来还会有具体的促进服务消费的政策出台。例如，交通部近日出台政策提振游艇经济，而该领域目前仍存在诸多不合理限制。实际上，游艇经济并非高消费的代名词，游艇租赁、海钓、帆船运动等共享模式蕴含巨大市场空间，且无需政府财政补贴即可激活居民的水上运动、海钓等消费需求。在许多国家，这类消费并非高收入群体专属，而是中产阶级追求美好生活的重要体现，类似冬季奥运会前被视为高消费的冰雪运动，随着国家加大场馆投入，冰雪运动已逐步走进中产阶级，成为新消费的重要力量。若政府通过投资建设码头等基础设施，引导企业或个人开展游艇租赁业务，可带动沿海地区旅游、体育、休闲垂钓等产业发展，预计每年可激发上万亿元的消费潜力。旧车改装业是不合理限制的另一典型领域，该领域深受消费者青睐，尤其是年轻人热衷汽车个性化装饰，部分消费者对老车进行发动机升级后仍希望上路行驶。但当前存在诸多政策限制，如15年强制报废、改装装饰后无法上路等。若取消此类限制，汽车改装有望成为规模达万亿元的新消费赛道，发展前景广阔。

同时，“以旧换新”补贴力度进一步提升至3000亿元以上的可能性较低，但需维持现有政策强度。受基数效应影响，部分品类消费已出现明显下滑，若明年缺乏此类政策刺激，消费面临的压力将显著加大。此外，我国服务业消费存在巨大提升空间，中美消费结构对比显示，货物消费占GDP比重均为20%，我国居民实物消费已接近世界先进水平，但服务业消费存在一定差距。游艇经济、汽车改装等领域，正是释放服务消费潜力的重要抓手。

投资方面，在前10个月固定资产投资同比负增长的情况下，会议要求“推动投资止跌回稳”，并提出“优化实施两重”项目，优化地方政府专项债券用途管理，继续发挥新型政策性金融工具作用”。这表明，明年是“十五五”开局之年，稳投资仍是稳增长的重要抓手，且提高投资效益、强化资金支持或是稳投资的关键。

总体来看，明年内需增长的最大压力仍将集中在消费领域。

4、发展新质生产力更加注重科技创新与产业升级的融合

会议将“坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能”作为重点任务的第二项，与整体思路（挖掘经济潜能、苦练内功来应对外部挑战）相呼应，也与“十五五”规划建议强调产业创新与科技创新融合发展的思路一脉相承。

会议提出“建设北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心”“制定服务业扩能提质行动方案”“实施新一轮重点产业链高质量发展行动”，预计后续在这些方面还会有具体的政策出台，值得重点关注。

过去十年，尤其是“十四五”期间，我国在推动高科技发展、培育新质生产力方面已取得显著成效。“十五五”期间进一步产业创新与科技创新融合发展，与新阶段发展目标高度契合。目前，“三新”经济占比已达18%，较2016年的15%左右实现稳步提升。大规模产业升级及“三新”经济的持续发展，有效对冲了以房地产为代表的传统经济下行压力，使我国在中美贸易谈判中占据有利地位。我国半导体销售额占全球比重达42%，位居世界第一，远超北美地区的11%。未来需持续深化这些优势领域的发展，延续良好发展势头。

5、“反内卷”更加注重长期化和制度化，而不是简单的行政性去产能

会议提出“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”，标志着“反内卷”行动的长期化和制度化，并作为纵深推进全国统一大市场建设的重要一环。

相比去年的“综合整治内卷式竞争”的要求，今年部署要求“深入整治内卷式竞争”表明“反内卷”不简单等同于行政性去产能，而是要与规范税收优惠、财政补贴政策、清理拖欠企业账款、要素市场化改革、高水平对外开放形成合力，缓解国内供需弱需的突出矛盾。

当前，我国 GDP 平减指数已连续十个季度负增长。明年的核心任务之一，就是以“反内卷”为抓手，推动价格水平回升与产能利用率提升，进而促进企业利润增长与居民工资提高，为经济增长与消费回升奠定重要基础。

6、对外贸易更加注重贸易多元化和自主性，而不是被动应对中美脱钩

会议在经济工作思路中强调“必须以苦练内功来应对外部挑战”，延续“更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争”的提法。尽管近期美国发布的新“国家安全战略”将对华战略从全面遏制转向经济与科技的长期博弈，且中美经贸关系有所缓和，但未来仍面临很大不确定性，中国将更加注重提升自身的科技能力和释放国内市场的活力。

同时，会议要求“有序扩大服务领域自主开放”“推动商签更多区域和双边贸易投资协定”，预计接下来在尽可能维持中美关系“斗而不破”的同时，将通过扩大自主开放和拓展非美市场等方式，减少中美脱钩等潜在冲击。

我国对美出口比重已从过去的21%大幅降至12%，但对其他国家和地区的出口份额显著提升，其中拉美、非洲、印度、俄罗斯四大区域表现尤为突出，这些过去处于次要地位的出口市场，目前已成为我国第一大出口目的地。这一变化得益于我国有序扩大自主开放，尤其是“一带一路”建设取得的新进展。

7、房地产市场风险化解更加倾向于长期释放，而不是短期出清

会议将化解风险后移至重点任务的最后项，表明相关工作(尤其是中小金融机构风险)已经取得积极进展。房地产方面，会议提出“着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革”。

尽管房地产相关表述不少，但措辞上并未体现出更强的紧迫性、也没有提出更多新的政策部署(“深化住房公积金制度改革”是新的提法，可能包括放宽提取条件、扩大适用范围等，但影响有限)，预计短期内房地产市场颓势难以扭转。

8、平台政策更加注重协同发展、共同富裕，而不是简单地规范平台企业经营

前几年平台经济政策的重点在于具体的平台监管和规范上，此次会议要求“推动平台企业和平台内经营者、劳动者共赢发展”，同时提出“鼓励支持灵活就业人员、新就业形态人员参加职工保险”。

这表明平台经济政策的本身已经不只是停留在对平台企业经营行为的具体监管上，而是要求平台企业积极承担社会责任，带动广大中小企业共同发展，而不只是自身的做大做强；更加注重平台对消费者、灵活就业者的权益保护，而不只是自身的利润增长，最终实现平台企业带动相关主体协同发展、共同富裕。

二、2026年中国和全球经济展望

2025年中国经济呈现“前高后低”走势。上半年，中国经济实现了5.3%的较快增长。进入下半年，随着刺激政策效果减弱以及高基数效应显现，三季度经济增速放缓至4.8%，预计四季度进一步降至4.5%左右。

国内“供强需弱”矛盾加剧。1-11月，规模以上工业增加值同比增长6.0%，明显高于同期固定资产投资（-2.6%）、社会消费品零售总额（4.0%）增速，GDP平减指数延续趋势连续10个季度负增长。尽管如此，近期召开的中央经济工作会议更加注重释放潜力和提升效能，并不是加大刺激力度。

明年中国经济具备三大支撑因素。其一为出口韧性，今年出口韧性超出预期。1-11月，中国出口金额（以美元计价）同比增长5.4%，高于2024年同期水平。分地区看，得益于市场多元化和供应链调整，中国对非洲、东盟、印度等新兴经济体出口高速增长，抵消了对美出口下滑。分品类看，机电产品仍是出口的“压舱石”，船舶、集成电路、汽车表现亮眼，产品结构不断升级。同时，明年中美关系预计将出现阶段性缓和。今年政府通过积极施策与多轮谈判取得显著成效，为明年两国首脑会晤创造了有利条件，而中美关系的缓和将对中国外贸出口形成重要利好。2026年出口有望延续较强韧性。但外部环境依然复杂严峻，中美、中欧等贸易关系仍有较大不确定性。

其二为基建回升，1-11月，广义基础设施建设投资同比仅为0.1%，创2022年以来新低。地方政府财政困难、新增专项债用于项目建设的资金减少。“十四五”末尾优质项目储备不

足等对近期基建投资造成了较大拖累。不过，2026年作为“十五五”规划首年，部分重大项目将加快开工建设，政策性金融工具、超长期特别国债、地方政府专项债等有望强化资金支持，预计明年基建投资增速将出现回升，对经济起到一定托底作用。

其三为制造业升级，1-11月，制造业投资同比降至1.9%，创2021年以来新低。“反内卷”持续推进、贸易环境不确定性以及优质项目储备不足可能是下半年制造业明显走弱的重要原因。“十五五”规划建议强调科技创新和产业升级融合发展（明确要求“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”），制造业投资是实现这一目标的关键抓手，预计2026年制造业投资将有所回暖。

明年中国经济也面临三大挑战。其一为消费走弱，核心是遏制今年下半年以来商品零售的持续下滑趋势。国家统计局数据显示，商品零售总额增速已从6%以上回落至1.3%，家电、汽车、家具、建材等重点品类增长明显放缓。更重要的是，消费复苏的一系列制约因素仍未扭转：就业收入承压（前三季度全国居民人均可支配收入同比仅为5.1%）、居民财富缩水（全国房价较高点降幅超过30%）、消费信心低迷，加上体制机制层面收入差距较大、社会保障水平不足、城镇化水平偏低等。展望2026年，消费面临较大的回落压力，尤其是上半年。接下来要重点关注促消费政策能否加大力度。

其二为地产下行，二季度开始，房地产市场重回弱势，下半年主要指标加速下行。1-11月，新房销售面积（-7.8%）、房屋新开工面积（-20.5%）、房地产开发投资（-15.9%）、房企到位资金（-11.9%）等指标延续较大降幅。同时，房价持续下跌。11月，70个大中城市二手住宅价格指数环比跌幅仍有-0.7%（一线城市降幅更大），同比更是连续46个月负增长。

其三为产能过剩，供强需弱以及结构错配（部分地产需求消失和外部环境变化）的影响下，产能过剩及其衍生冲击也值得关注。前三季度，制造业产能利用率为74.2%，是2017年以来同期新低（2020年除外）；1-11月，工业企业产销率也是2001年有统计以来的同期新低。产能过剩加剧企业低价竞争、利润和现金流萎缩，进而可能引发就业下滑、僵尸企业等一系列风险。

从全球主要经济体来看，美国短期经济滞胀风险有所上升。首先，美国经济、就业显著放缓，美元明显贬值。受到贸易、移民等政策不确定性的影响，近期美国经济进一步放缓的

迹象更加明显，6-10月份美国平均非农就业仅仅增加1.7万人，大幅低于此前十二个月平均13.5万人的水平。失业率达到4.6%，为四年最高。美联储9、10月、12月已经降息，美元明显贬值。其次，美国通胀后而言，短期滞胀的风险加大。在需求和就业增长放缓的同时，美国通胀预期明显恶化，一度创出数十年新高。同时，美国的CPI从2.3%重回3%的高位，其中商品CPI较去年低点上升了超过3个百分点。美联储主席鲍威尔近期表示“关税对消费价格的影响现在已清晰可见”。最后，失业率上升预计推动货币政策进一步放松。非农的走弱趋势至少需要等到2026年上半年才得以企稳，美国货币政策有望进一步放松，预计2026年上半年至少还会再降1次。

同时，需要警惕美股AI泡沫。若人工智能（AI）盈利贡献不及预期，投资者可能需要为2026年美股市场更多的调整做好准备。与股票的高估值相对应，是市场对企业盈利的乐观预期，实现起来颇具挑战。今年来美国经济增速放缓，滞胀风险凸显，美股表现与经济基本面的背离同样值得警惕。此外，人工智能对企业盈利的影响存在不确定性。如果最终证明人工智能在现实的应用成果低于预期，对市场的冲击恐怕不能低估。AI巨头上下游抱团也需要警惕，具体表现为供应商为客户提供资金、客户与供应商之间分享收入、相互持股等。根据S&P Case-Shiller全国房价指数，美国房价较疫情前上涨约50%，远超同期家庭收入增长。这种脱离基本面的上涨，被视为典型的泡沫特征。

美国中期选举将面临更大压力。短期内制造业和服务业劳动力短缺加剧，叠加美国大而美法案的减税效应显现使得总需求有望得到提振，在供给尚未完全恢复的情况下，更易推高通胀预期和实际通胀率。如果2026年通胀出现明显回升，民众的生活成本将进一步增加，特普政府“减轻民生负担、稳住选民支持率”的承诺将面临考验，美联储也要收紧货币政策，这将提高借贷成本、抬升贴现率，削弱市场对人工智能技术革命的乐观预期。2026年下半年接近中期选举前后将成为美国政治与政策环境不确定性最强的阶段，美国各种政策选项都可能产生明显的负面溢出效应。

欧洲复苏仍存在较大不确定性。欧洲经济受能源价格高企、全球供应链波动、数字化转型滞后以及基础设施老化等问题拖累。其中，德国经济2025年三季度实际GDP“停滞不前”，贸易保护主义抬头和全球需求疲软正持续挤压德国制造业的外部空间。美国关税政策的后续影响及地缘政治紧张局势存在不确定性，贸易紧张和需求疲软可能扼杀增长动能，欧盟内部

市场存在壁垒，相当于对商品征收高额“隐形关税”。从 PMI 来看，欧洲制造业尚未步入扩张区间。

作为欧洲“火车头”的德国财政扩张难以扭转欧洲经济长期低迷。2025年3月，德国总理默茨推出万亿欧元债务融资投资计划以及签署《基本法》修正案放宽“债务刹车”限制，允许政府大规模举债投资国防、基础设施建设、气候保护等关键领域。受政策措施支撑，2025年10月 IMF 对欧元区2025年的增长率预测从0.8%上调到1.2%（德国从0.1%提高至0.2%，法国的从0.5%提高至0.6%）。德国默茨政府的债务融资扩张虽短期必要（填补基础设施投资缺口、缓冲外部冲击），但若无配套的供给侧改革（如降低边际税率、放松管制、深化欧盟单一市场），难以实现可持续。默茨的财政支出计划中，在理应用于额外投资的借款中，大约有一半实际上将用于政府的日常开支，这导致大量新债务可能被浪费，则可能导致资源错配、挤出私人投资，甚至放大通胀风险。

日本经济增速或小幅回落。IMF 预计，2026年日本经济增长将温和放缓至0.6%，日本央行政委会也预测2026财年实际 GDP 增长率为0.7%，低于2025财年的1.1%-1.3%。其中，日本国内需求仍将发挥主导作用。私人消费继续受益于工资增长。但企业投资增速趋于平稳，美国关税等贸易摩擦可能拖累对美出口，日本央行预计将造成0.2%-0.3%的增长损失。此外，中日关系如不能改善，也将对日本的出口造成冲击。

总体而言，明年全球经济不确定性较高。对中国而言，明年是“十五五”规划开局的关键一年，若能在出口保持韧性、基建与制造业投资回升的基础上，实现房地产市场企稳与消费回暖，将为“十五五”规划奠定坚实基础，对实现中长期发展目标具有重要意义。



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1105
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:

