



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

(2026年1月) (第82期)

稳中求进、寻找新均衡的中国经济

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

2026年1月



CMF宏观经济月度数据分析会 第82期

稳中求进，寻求新均衡的中国经济

报告人：袁海霞

中诚信国际信用评级有限责任公司研究院院长

财政部财政风险研究专家工作室、债务管理人才库专家

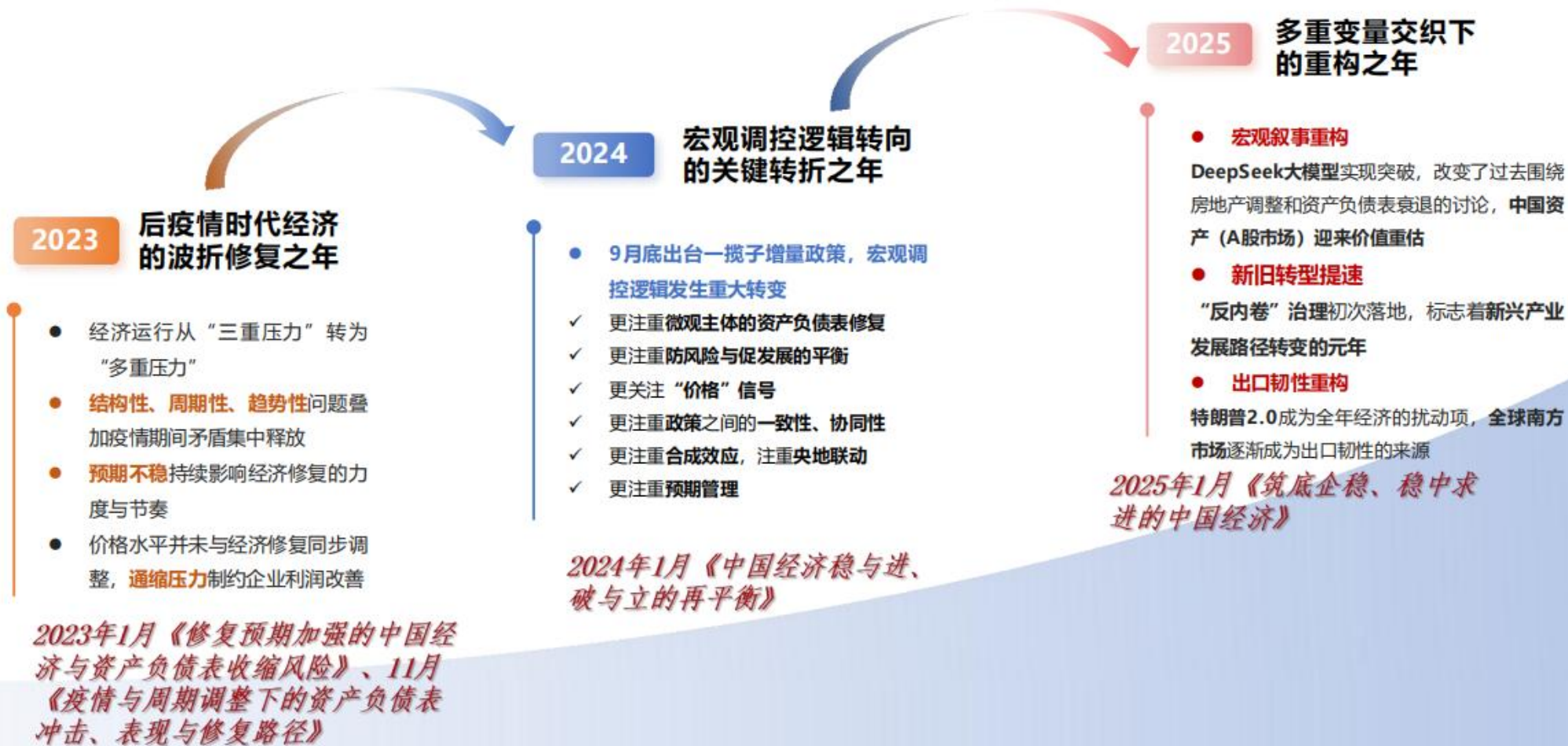
中国人民大学政府债务研究中心联席主任

中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

中国人民银行郑州培训学院客座教授

2026年1月

■ 2025年科技、贸易与宏观治理变化丛生，是经济重构之年



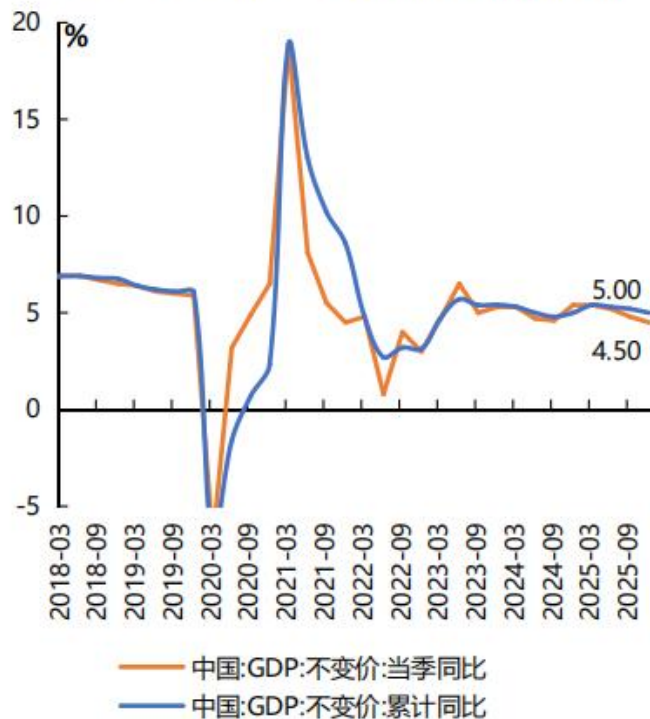
目 录

- 一、2025年回顾：承压与重构下的平稳收官
- 二、问题与挑战：寻求新均衡进程中的六重约束
- 三、2026年展望：稳中有进、在承压蓄力中开新局
- 四、实现2026年经济发展目标的政策建议

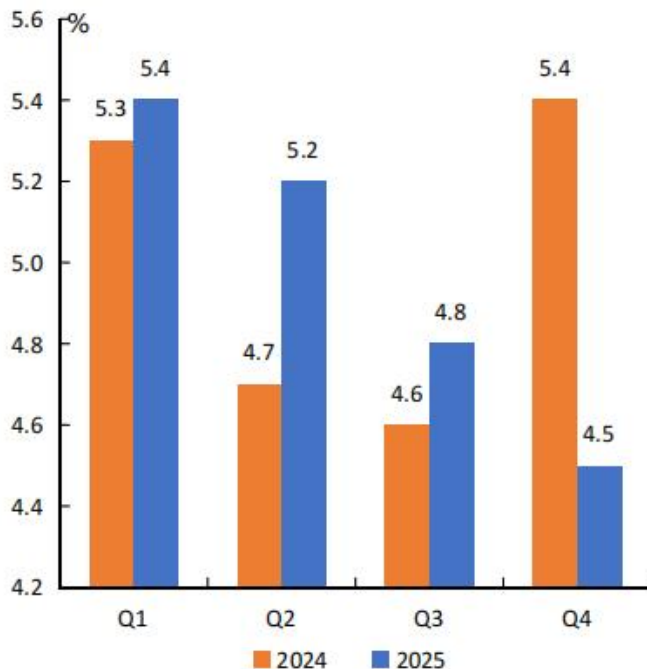
1 经济增长“前高后低”，经济下行压力加大但全年完成5%的增速目标

» 从增长趋势看，全年呈现“前高后低、逐季回落”的运行特征。全年中国实际GDP同比增长5.0%，其中，一季度增长5.4%、二季度增长5.2%、三季度增长4.8%，四季度增长4.5%。

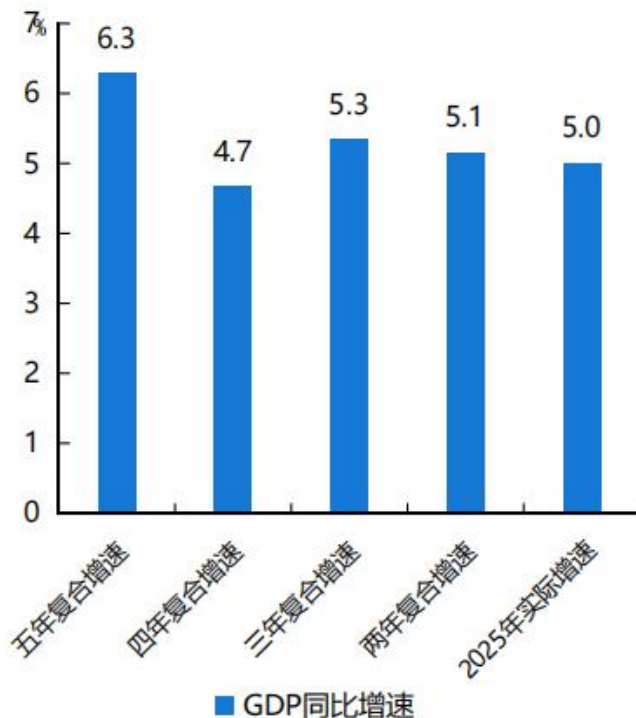
2025年全年平稳收官，完成5%的增速目标



全年经济增速呈“前高后低”走势

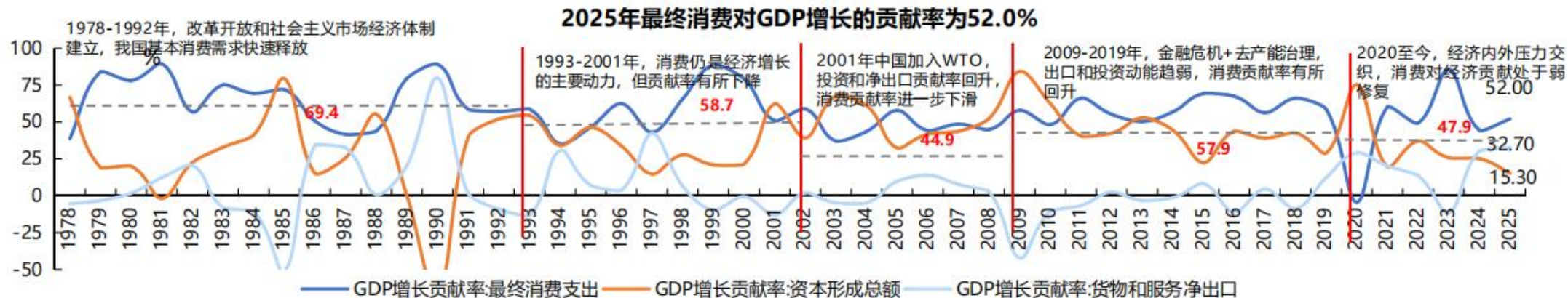


2025年经济增速超过近四年复合增速



一 从增长动力看，最终消费贡献边际上升、净出口表现突出、资本形成贡献持续下滑

今年最终消费对GDP增长的贡献率为**52%**，超过资本形成（15.3%）与净出口（32.7%），略低于1978年以来的中位数57.8%，最终消费对GDP增长的拉动力为**2.6%**，消费仍是我国经济增长的主要支撑。从产业结构看，近年来**第三产业占GDP的比重**稳步抬升，截至2025年已处于**57.7%**的历史高位，结构上**高技术服务业（信息传输、软件和信息技术服务业）**和**现代服务业（租赁和商务服务业）**是近年来占比抬升最快的行业。



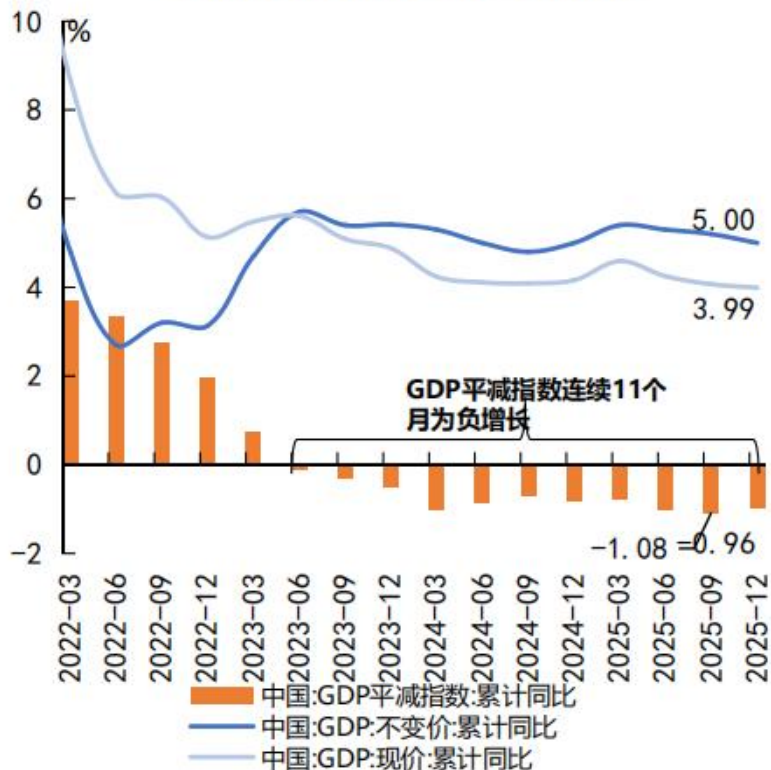
2025年第三产业的增长贡献率为61.7%，相较2024年上行3.9个百分点



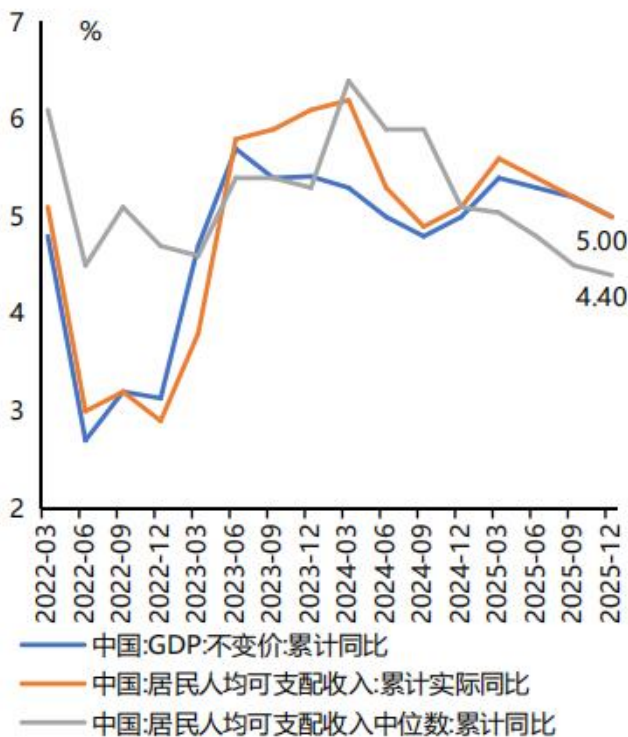
特征一：名义增速与实际增速背离，宏微观感受温差已持续三年

- 2025年以实际GDP衡量的经济增长累计均在5%以上，但名义GDP增速仅为4.0%，为2000年以来（除2020特殊时期）最低水平
- 虽然我国居民可支配收入增速高于GDP增速，但居民可支配收入的中位数增速仅为4.4%，低于GDP增速，且为2021年以来的最低点；工业企业利润增速虽波动回升但仍未彻底转正，“增收不增利”的现象仍然存在。

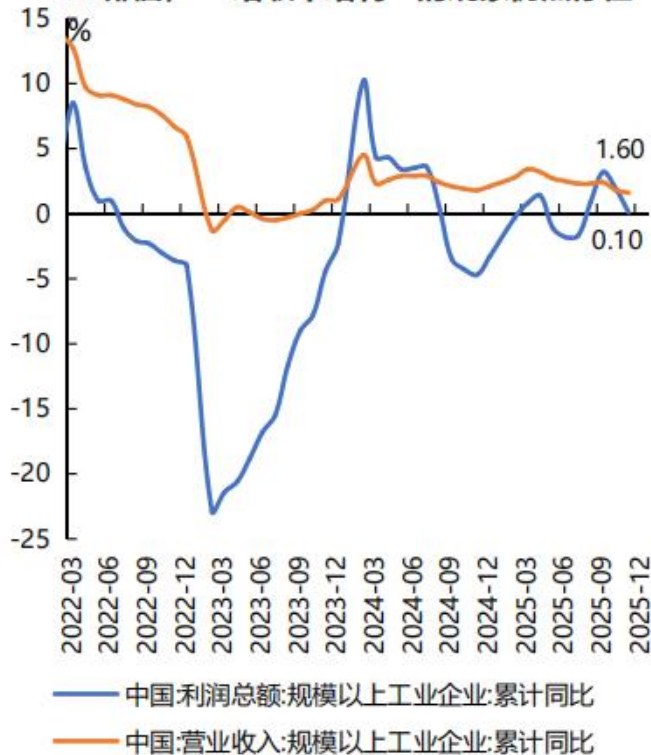
GDP名义增速为历史（除2020年）新低，GDP平减指数同比连续11个季度负增长



2024年我国居民人均可支配收入中位数增速快速下滑，今年起已低于GDP增速



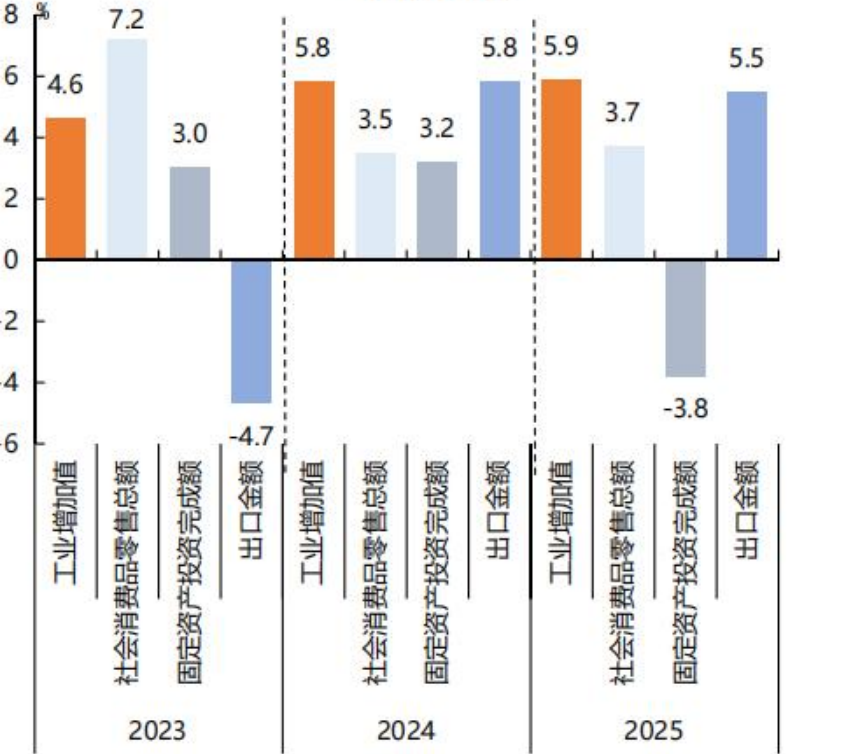
今年工业企业利润增速波动回升，但仍在0%徘徊，“增收不增利”的现象仍然存在



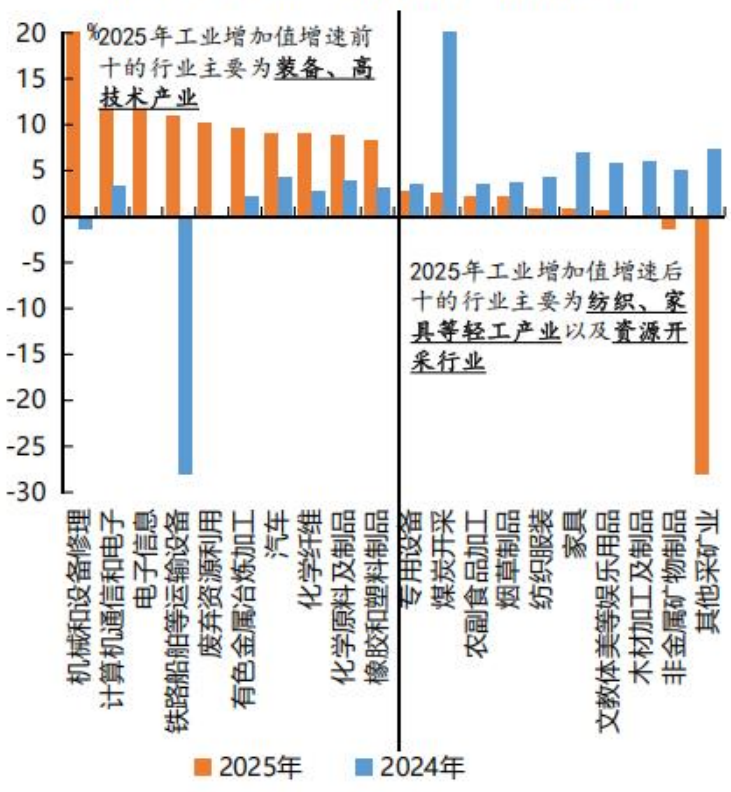
特征二：全年延续“供强需弱”的格局，生产端“新旧分化”特征显著

受“抢出口”和“两重两新”拉动，经济呈现“生产好于需求，外需强于内需”的格局；工业生产整体维持5%以上的增长，尤其是高技术制造业和装备制造业增速在8%左右，但需求端修复较慢，7月以来需求端回落更明显。但工业产能利用率仍处于近年来地位，结构失衡仍然存在。

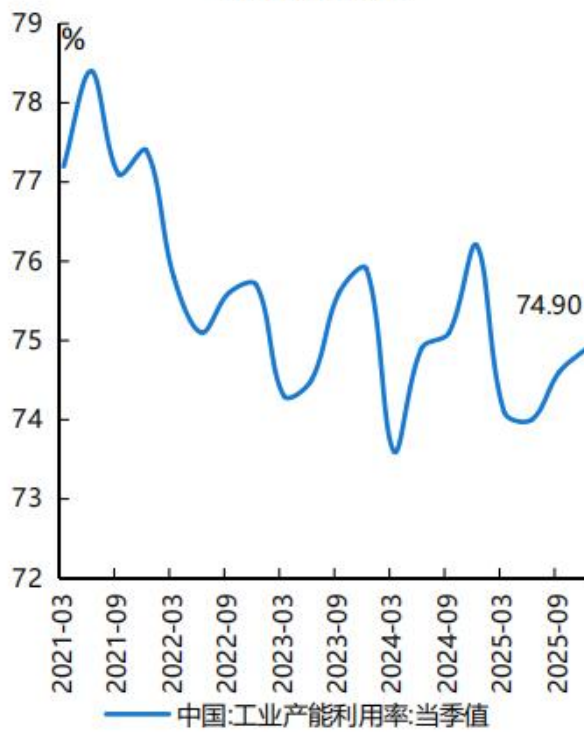
2025年经济延续“供强需弱”的格局，工业生产维持6%左右的高增长



2025年工业生产“新旧分化”特征显著



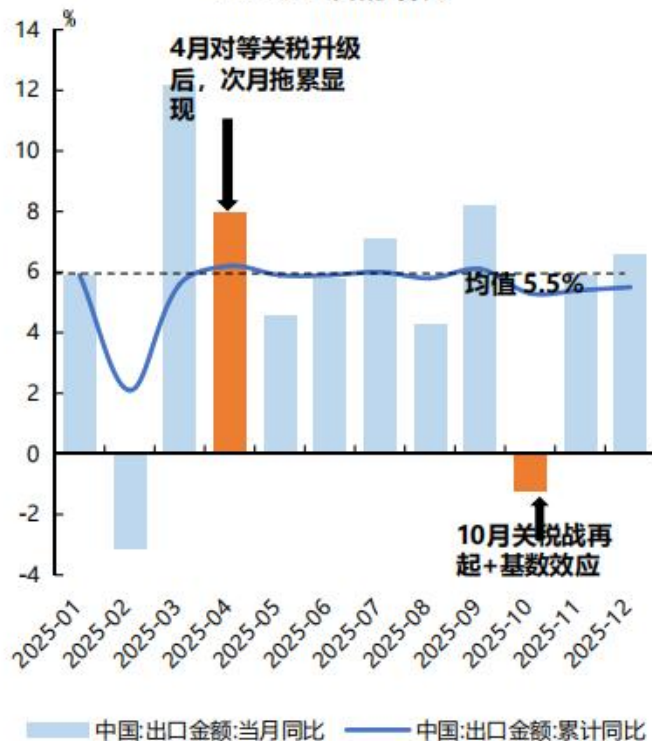
工业产能利用率仍处于近年来低位，结构失衡仍然存在



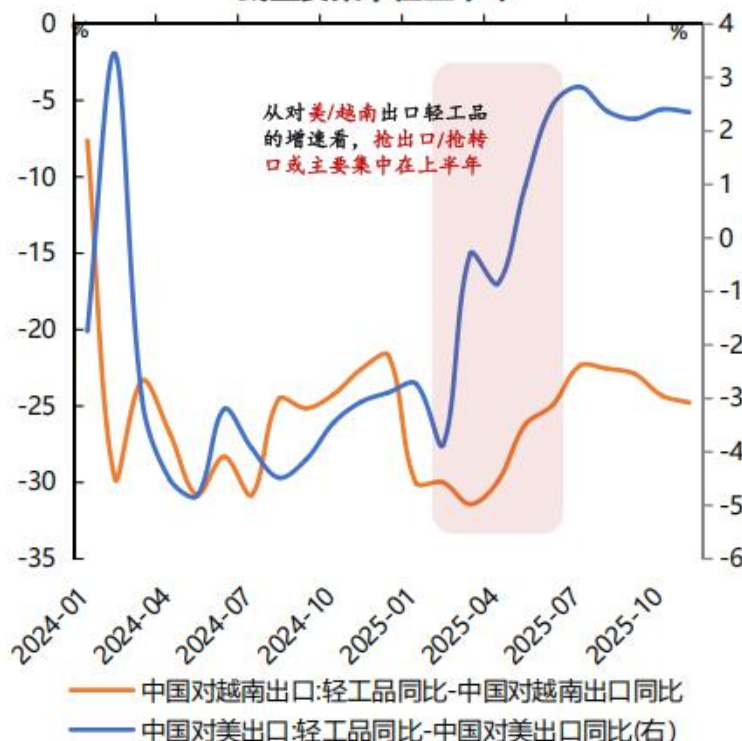
— “抢出口” 已从短期现象成为常态，对新兴市场国家出口支撑整体出口韧性

- » 中美博弈是影响今年宏观经济的主要扰动项，全年出口受美国关税扰动较大，但累计增速维持在5.5%左右的水平，超出年初市场的一致预期。支撑年内出口表现的因素主要有两方面：一是关税预期下美国进口商的抢进口，从对美/越南出口轻工品的增速差看，今年的抢口行为主要集中在上半年；二是对东盟、非洲等新兴国家的出口。

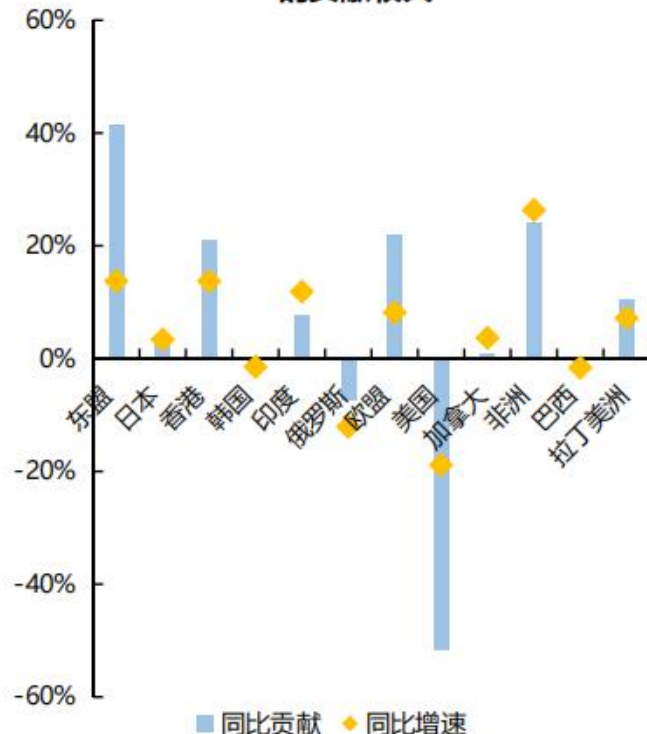
全年出口受美国关税扰动较大，但仍维持5.5%左右的增长



从对美/越南出口轻工品的增速差看，抢口行为或主要集中在上半年



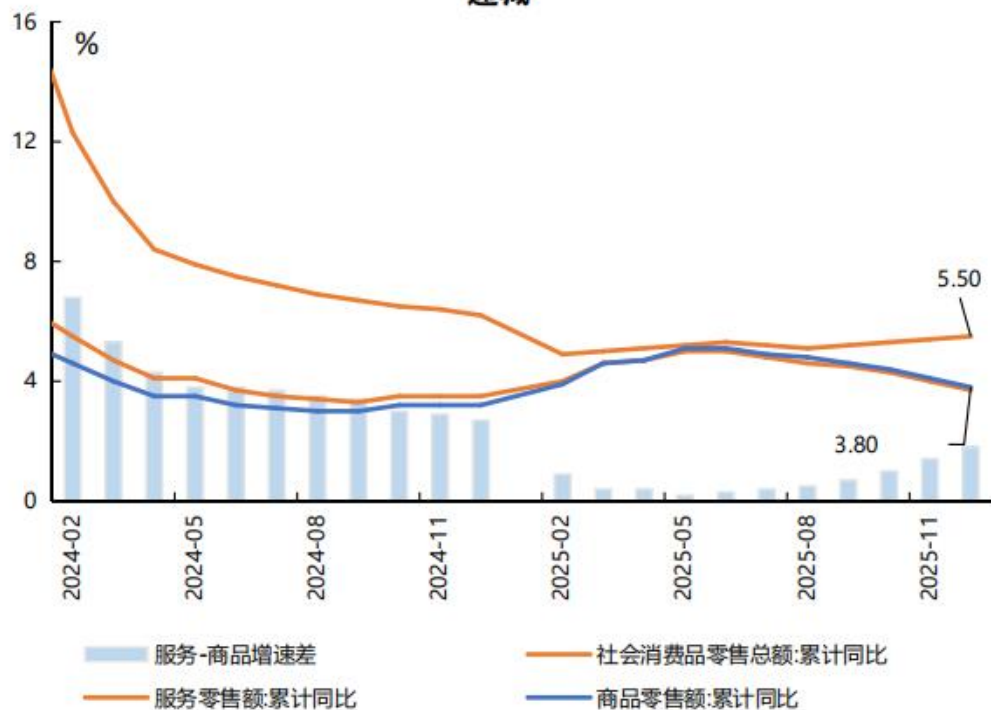
今年以来东盟、非洲、欧盟对我国出口同比的贡献较大



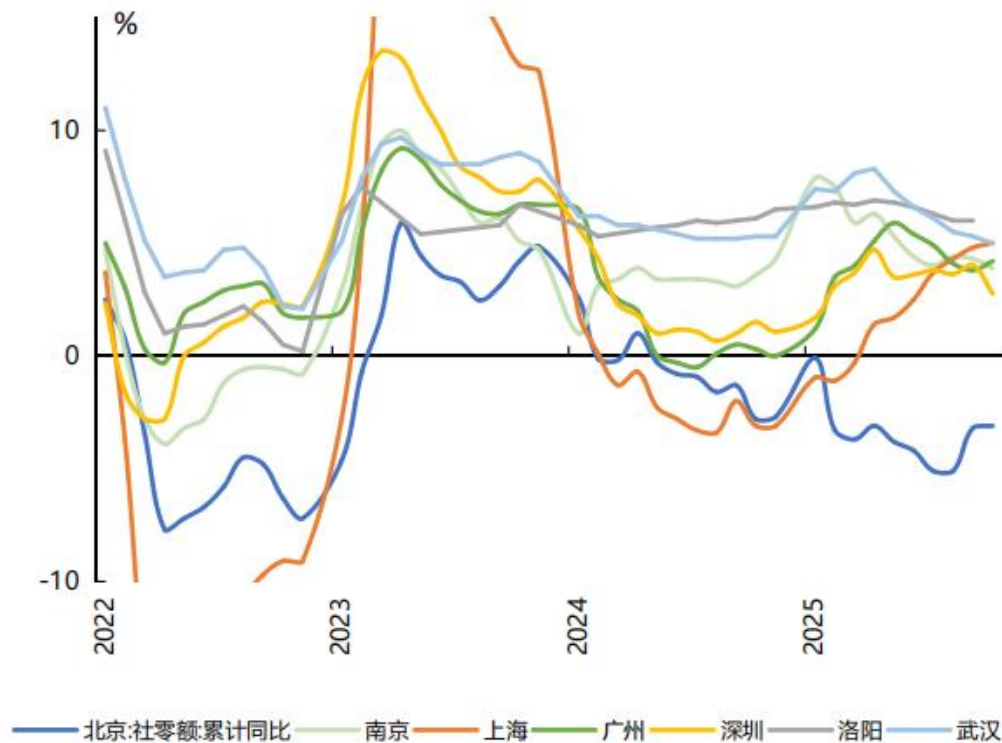
— “以旧换新” 的透支隐忧逐渐显现，服务消费未恢复常态增长路径

» 在消费品以旧换新政策支持，2025年全年社会消费品零售总额同比增长3.7%，增速较去年上升0.2个百分点。但下半年高基数、资金退坡、需求透支效应共同影响下，社零增速持续放缓6月以来，社零额当月同比持续回落；全年来看，服务消费增长虽然不及去年，但仍维持5%以上的增速水平；商品消费中基础类消费和地产相关消费占比回升，升级类占比小幅下降，消费降级的特征仍然存在。

下半年社零额增速放缓，“以旧换新”对商品消费的拉动效应边际递减



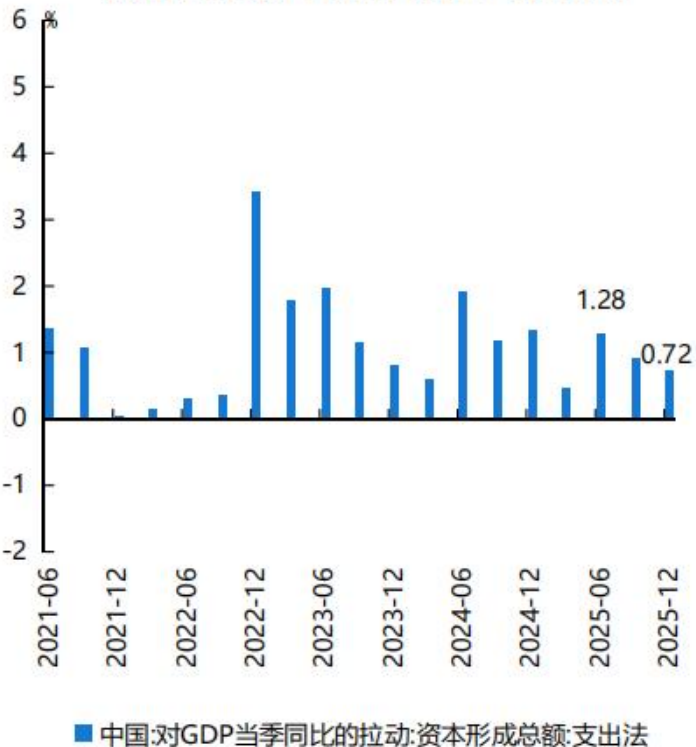
各能级城市社零表现看，除北京外核心一线城市的消费均有回暖



一 虽然投资对经济产出的影响相对可控，但增速首次转负、投资失速风险不容忽视

2025年投资表现不及人意，全年固定资产投资下滑3.8%，为2020年特殊时期外首次转负；但从资本形成的角度看，考虑到其不计入土地购置费的同时纳入无形资产投资的统计，其对GDP的拉动仍高于2022年，且仅较年中高点温和下降0.5个百分点，投资对经济产出的影响相对可控，但其下行压力仍不容忽视。其中，房地产投资跌幅创新低，基建投资首次转负（政府债券发行使用偏慢、效率偏低、化债收缩效应等制约）、制造业投资也持续走弱。

从资本形成总额的口径看，四季度投资对经济的拉动较年中高点回落0.5个百分点



今年下半年固定资产投资持续下滑，为2020年特殊时期外首次负增长



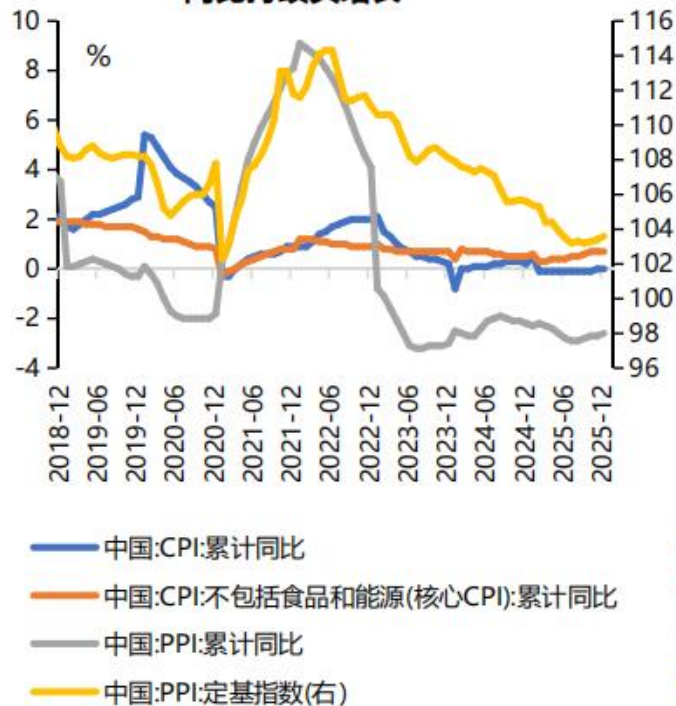
三大投资同步下滑，基建投资首次转负，地产仍是主要拖累因素



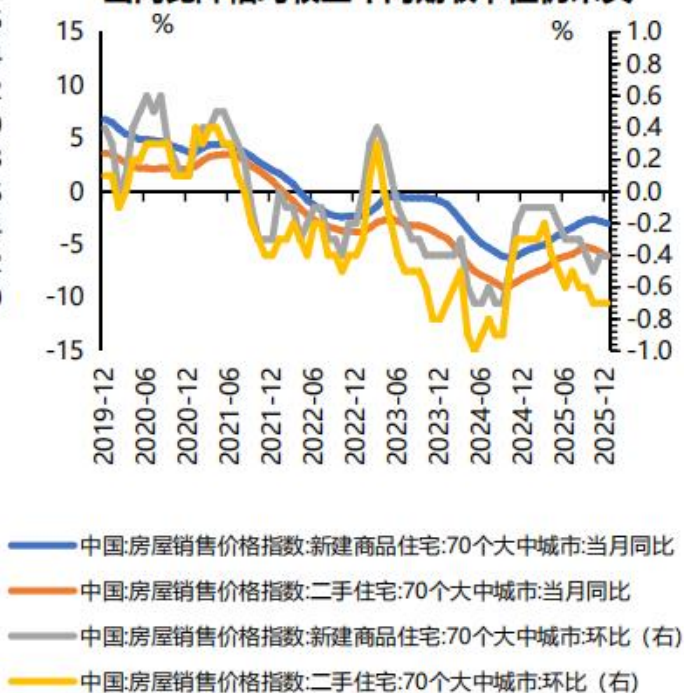
特征三：价格边际企稳但整体仍低迷，顺利渡过“缓冲期”仍受供强需弱等因素制约

- » 下半年以来，“反内卷”政策效应显现，12月PPI当月同比-1.9%，降幅较6月收窄1.7个百分点；CPI同比为0.8%，较上月回升0.1个百分点，连续三个月正增长。但物价水平整体仍较为低迷，1-12月CPI同比为0，较年初回落0.5个百分点；PPI同比为-2.6%，降幅较年初扩大0.3个百分点；房地产、股票等资产价格快速下行的趋势得到缓解，但房地产价格仍处于下行通道，A股今年来延续震荡上行。

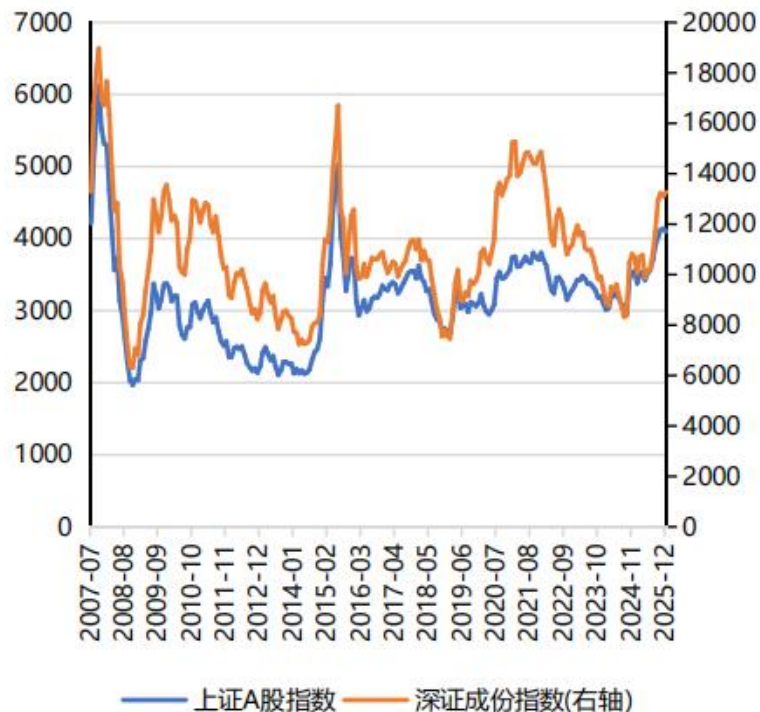
CPI同比由负转平、出现止跌企稳迹象，PPI同比持续负增长



大中城市新建住宅价格指数同比及二手住宅价格指数同比降幅均较上年同期收窄但仍未负



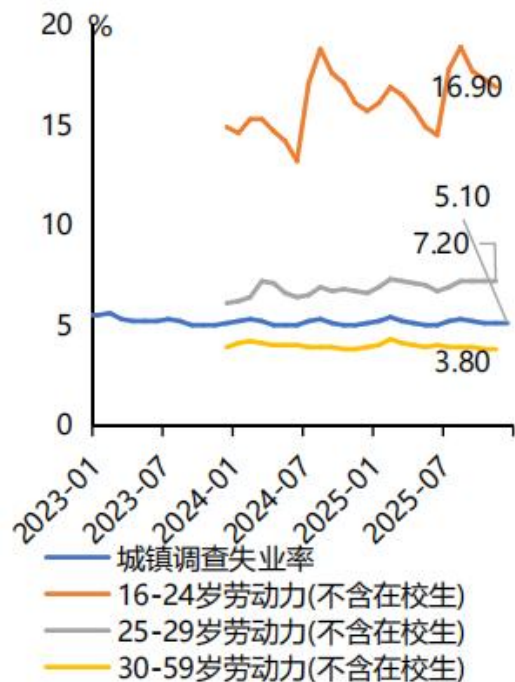
股票价格虽然回升，但离高点仍有一定距离



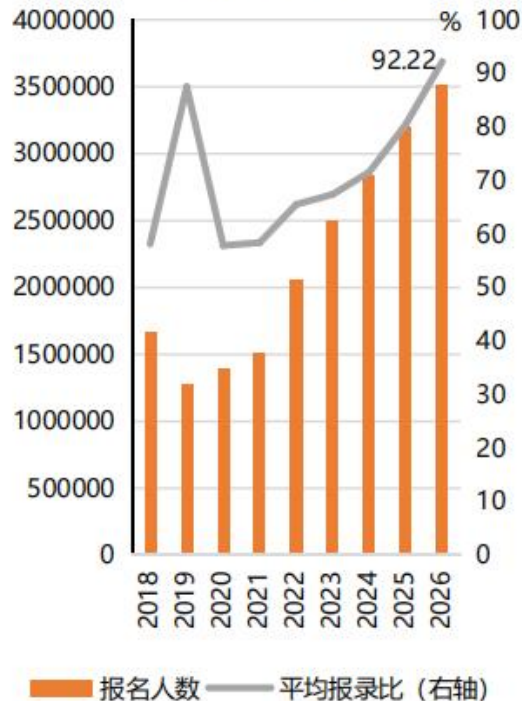
特征四：就业尤其是青年就业承压仍较大，城市就业机会减少加剧“返乡潮”，外出劳动力流动范围缩窄

- » 当前就业市场呈现“总量压力叠加结构失衡”特征，青年就业尤为承压，主要原因包括劳动力市场供需失衡、产业转型阵痛劳动力技能错位等
- » 近年来在经济下行压力加大的背景下，城乡二元结构出现进一步固化的迹象。农民工在城市的基本保障体系存在短板，且一旦遭遇失业冲击，只能被迫返乡。根据国家统计局发布的2024年农民工监测调查报告显示，跨省外出农民工比例已从10年前的46.8%，降至2024年的38.3%，十年间下降了近10个百分点

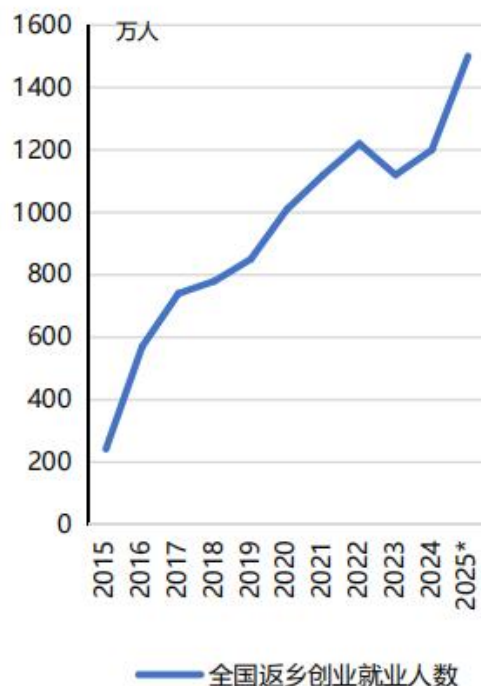
青年失业率位于高位



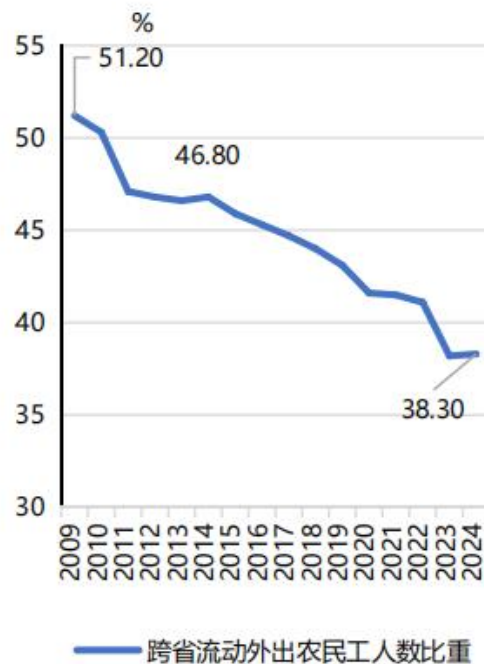
考公人数逐年上升，2026年报录比达到92:1



“返乡潮”涌现，预计2025年全国各类返乡入乡创业人员将超过1500万人



跨省外出农民工比例近十年下降近10个百分点



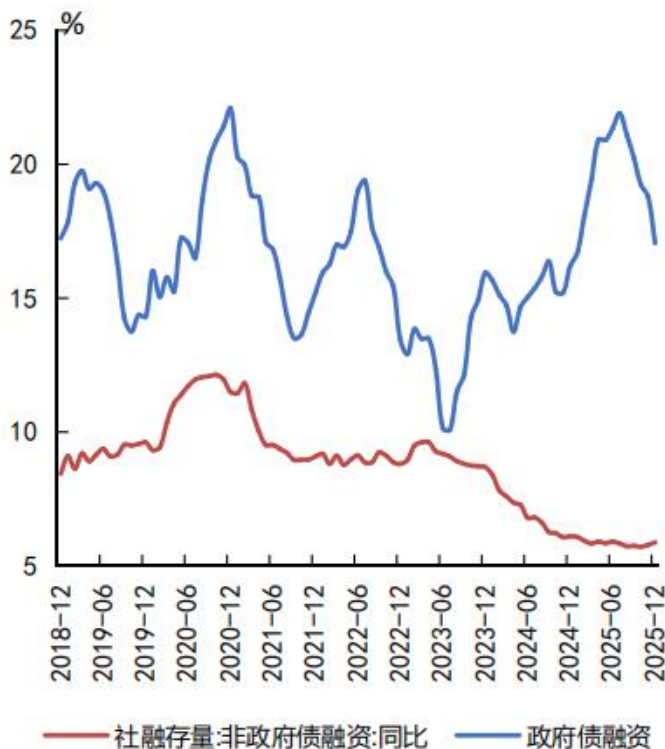
特征五：由政府债支撑的社融回升与信贷走弱背离，实体融资需求仍较弱

去年四季度以来由政府债支撑的社融增加，与微观主体需求不足引致的信贷增速持续走弱形成背离，其背后是财政加力的体现，但实体融资需求仍然较为疲弱。今年以来M1-M2剪刀差有所收窄主要受去年停止手工补息的低基数影响，居民预防性储蓄的现象仍然存在，资金活化程度有待改善。

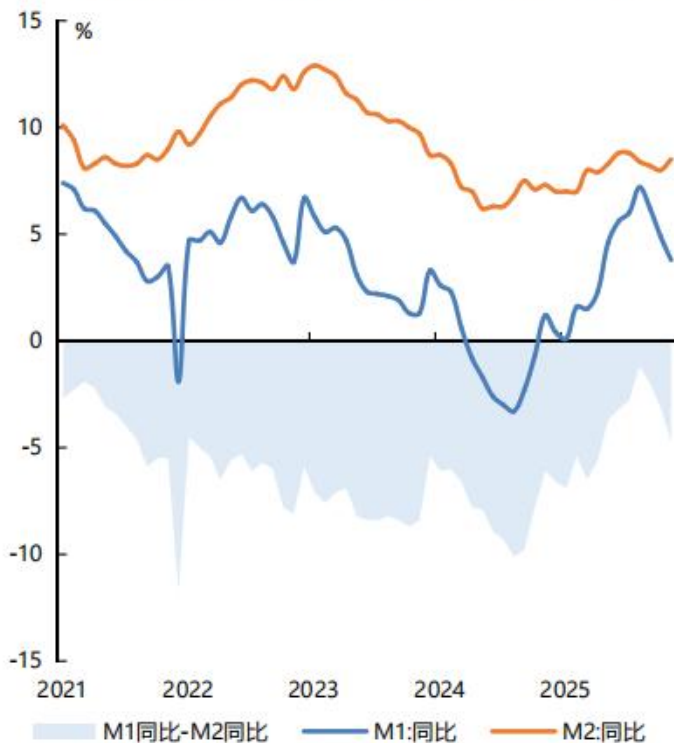
今年社融规模存量同比增速金融机构贷款余额
增速一度背离



政府债融资仍是新增社融的重要支撑



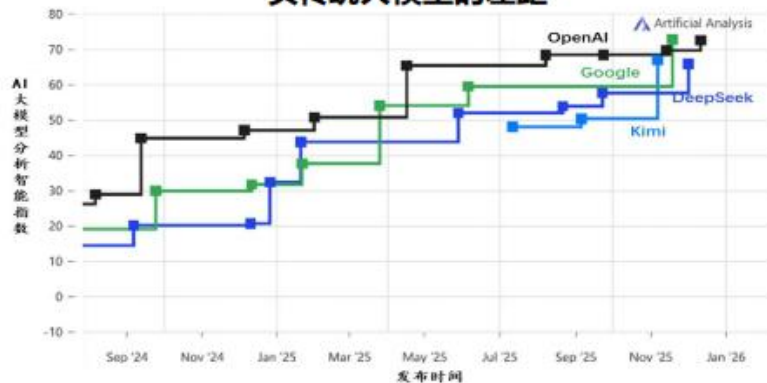
M1-M2剪刀差有所收窄主要受低基数影响，11-12月M1同比再度走低，资金活化程度仍需改善



2 2025年经济的三大重构，或构成影响今年乃至十五五时期的长期因素

➤ 重构一：宏观叙事拐点显现，科技有望成为带动经济走出底部的力量

年初DeepSeek-R1模型的发布，迅速缩小了与美国科技巨头传统大模型的差距



旧叙事

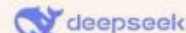
- 房地产周期下行
- 资产负债表衰退
- 类比日本通缩的30年
- ...

新叙事

- 我国涌现出可迁移、可复制的商业模式，并在国际市场具备一定的竞争优势

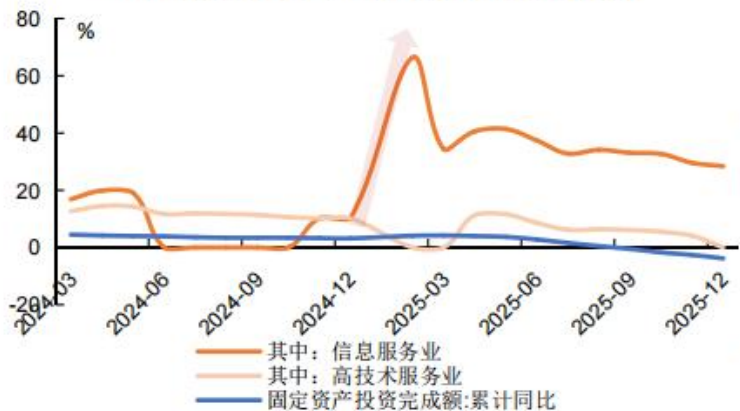


- 打破过去技术扩散周期中，美国始终占据“上半场”优势的定律

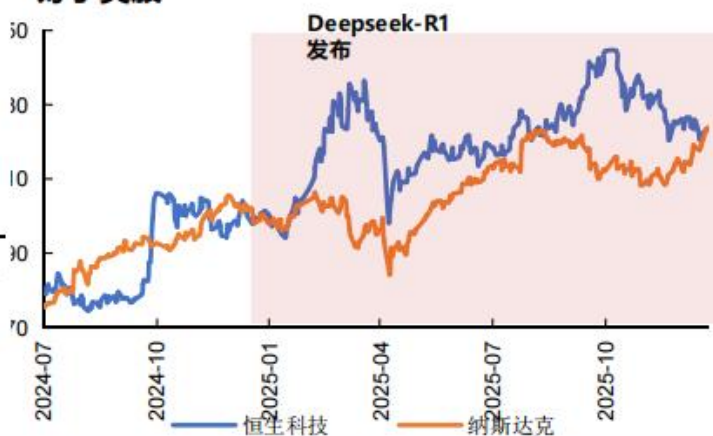


- 科技能否成为带动经济走出底部的力量？

AI领域高技术产业投资持续高增长态势



Deepseek-R1发布后，港股科技类资产表现整体好于美股



2025年A股上证指数一度突破4000点，或间接推动了主体资产负债表的边际修复



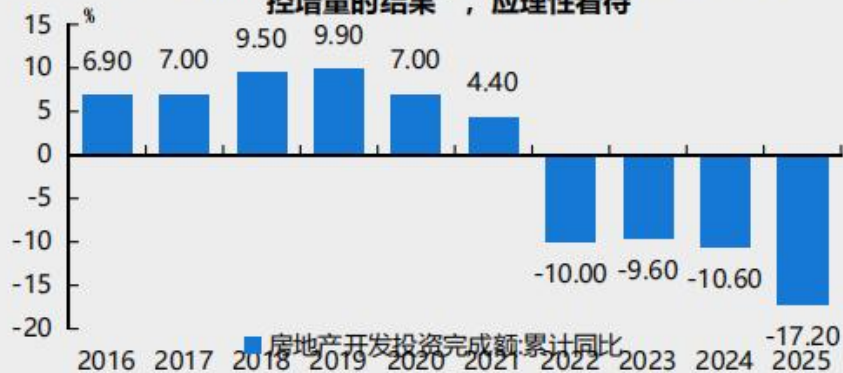
➤ 重构二：结构转型提速，新动能发展路径的政策指引更加清晰

“十五五”规划建议稿首次房地产将归入“保障和改善民生”板块，与就业、教育、社保等民生核心领域并列

2025年全年地产销售端的量价跌幅均小幅收窄，地产对经济拖累最深的时候或已经过去



投资端的跌幅仍在扩大，中财办指出“这是各地消化库存、严控增量的结果”，应理性看待



2025年是反内卷治理元年，也是新兴产业发展路径转变的元年

“反内卷”重点针对前期存在**过度投资、同质化竞争严重的战略性新兴产业**

打击低效竞争



鼓励创新竞合

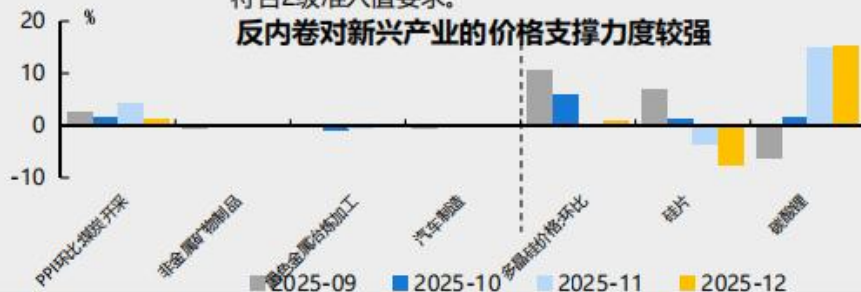
加强价格监测

- ✓ 12月国家市场监督管理总局就《汽车行业价格行为合规指南(征求意见稿)》公开征求意见，聚焦于细化汽车生产企业价格行为规范、明确汽车销售企业价格行为要求等方面。
- ✓ **光伏行业协会**将对招标中低于成本价的报价提出质疑，**探索设定最低限价**。
- ✓ 市场监管总局于1月6日召开会议，约谈多家硅料龙头企业，要求停止以“行业自律”为名的价格操控和市场分割行为。

能耗管控、生产督查趋严

- ✓ **整车碰撞安全、电池系统可靠性、电控系统稳定性**等成为重点检查项目，尤其强化产品上市前质量检测。
- ✓ 国家标准委对**硅料能耗显著收紧**，现有企业必须符合3级基准值要求，否则将被要求限期整改(26年底)，新建或扩建需符合2级准入值要求。

反内卷对新兴产业的价格支撑力度较强



➤ 重构三：出口结构延续2018年以来的变化，新兴市场工业化进程成为出口韧性的主要来源

» 2025年我国对东盟、非洲、拉美、中东等新兴国家的出口份额均有一定提升，细拆出口结构，体量较大、增速较快的商品主要是高附加值的资本品和中间品。如船舶、车辆及零部件、肥料、机械器具和电气设备的出口增速均在20%以上，对非洲地区船舶、车辆、肥料的出口增长甚至超过60%，在全球供应链安全问题抬头、地缘博弈加剧的背景下，对新兴国家的中间品出口或成为后续出口的主要承托。

我国向新兴市场出口体量较大、增速较快的商品主要是高附加值的资本品和中间品

HS 商品名称	2025年1-11月出口金额（亿美元）				2025年1-11月出口金额同比			
	东盟	非洲	拉美	中东（亚洲）	东盟	非洲	拉美	中东（亚洲）
船舶	128.2	166.1	35.0	22.2	73%	90%	-29%	52%
车辆及其零部件	239.7	212.6	336.9	274.9	36%	63%	23%	23%
肥料	33.9	10.3	44.2	3.0	52%	234%	65%	66%
机械器具及零件	855.1	300.8	438.8	375.7	20%	32%	6%	11%
电气设备及零部件	1739.0	279.0	553.2	407.5	32%	21%	4%	12%
钢铁制品	193.0	90.6	79.8	98.8	8%	20%	10%	21%
铜及其制品	56.1	3.2	5.4	6.6	45%	0%	26%	10%
洗涤剂有机表面活性剂	16.5	7.7	9.8	7.5	13%	48%	18%	30%
稀土等无机化学品	48.2	11.1	14.0	11.1	14%	33%	11%	17%
食用水果及坚果	28.2	1.0	0.6	5.6	-7%	48%	71%	54%
光学等计量仪器	103.2	26.4	49.7	33.3	16%	14%	11%	11%
木制品	24.2	9.0	9.0	14.7	8%	26%	22%	12%
杂项化学产品	67.3	24.4	47.5	12.1	8%	23%	21%	-2%
精油及香膏	14.4	3.8	6.3	3.7	10%	20%	22%	28%
针织物及钩编织物	102.3	25.3	20.5	13.8	7%	19%	10%	1%
絮胎、毡呢及无纺织物	18.4	7.1	6.8	4.1	1%	17%	14%	9%
药品	9.5	10.3	9.0	3.8	2%	9%	30%	-2%

注：图中筛选出口体量较大、增速较快的标准为：2025年1-11月对新兴市场出口平均金额大于10亿美元，出口金额累计同比平均超过15%，按照出口金额和增速综合排名进行由高到低排列

目 录

- 一、2025年回顾： 承压与重构下的平稳收官
- 二、问题与挑战： 寻求新均衡进程中的六重约束
- 三、2026年展望： 稳中有进、在承压蓄力中开新局
- 四、实现2026年经济发展目标的政策建议

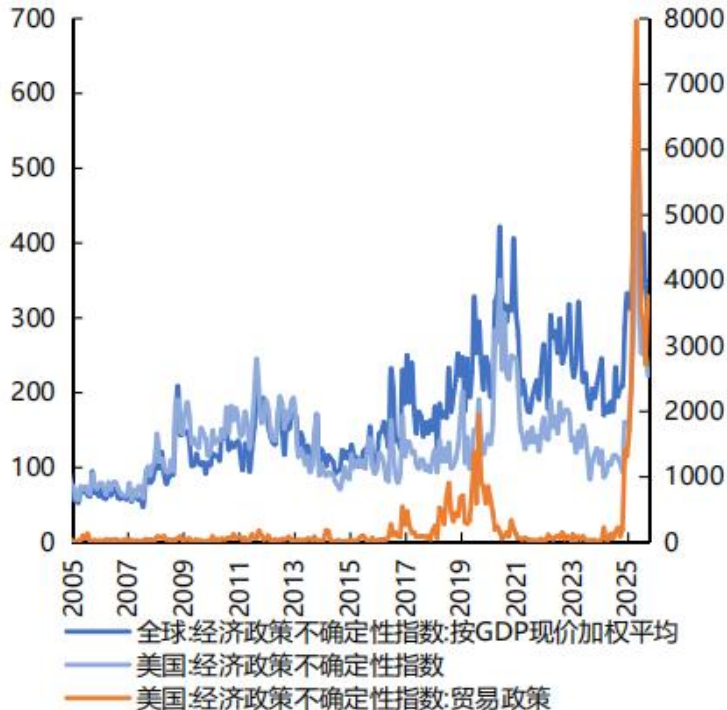
1 全球经济增长中枢下降，地缘冲突和产业重构仍对出口带来扰动

据IMF预测，2026年世界经济将增长3.3%，较去年10月预测值上调0.2个百分点；2027年将增长3.2%，但如果贸易壁垒再度升级以及地缘政治冲突加剧，全球经济可能会再度受挫，此外地缘政治格局变化和全球产业链重构或进一步加剧全球经贸压力，预计仍对我国出口带来不确定性和波动。

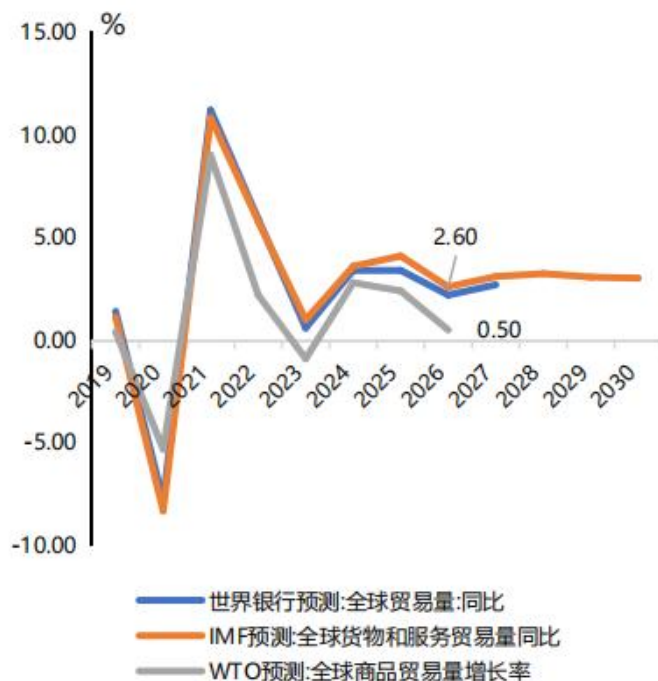
根据Conference Board测算，全球经济增长中枢或由当前3.5%左右降至2032年2.5%



过去五年全球经济政策波动加大，经济政策不确定指数一度攀升至历史峰值



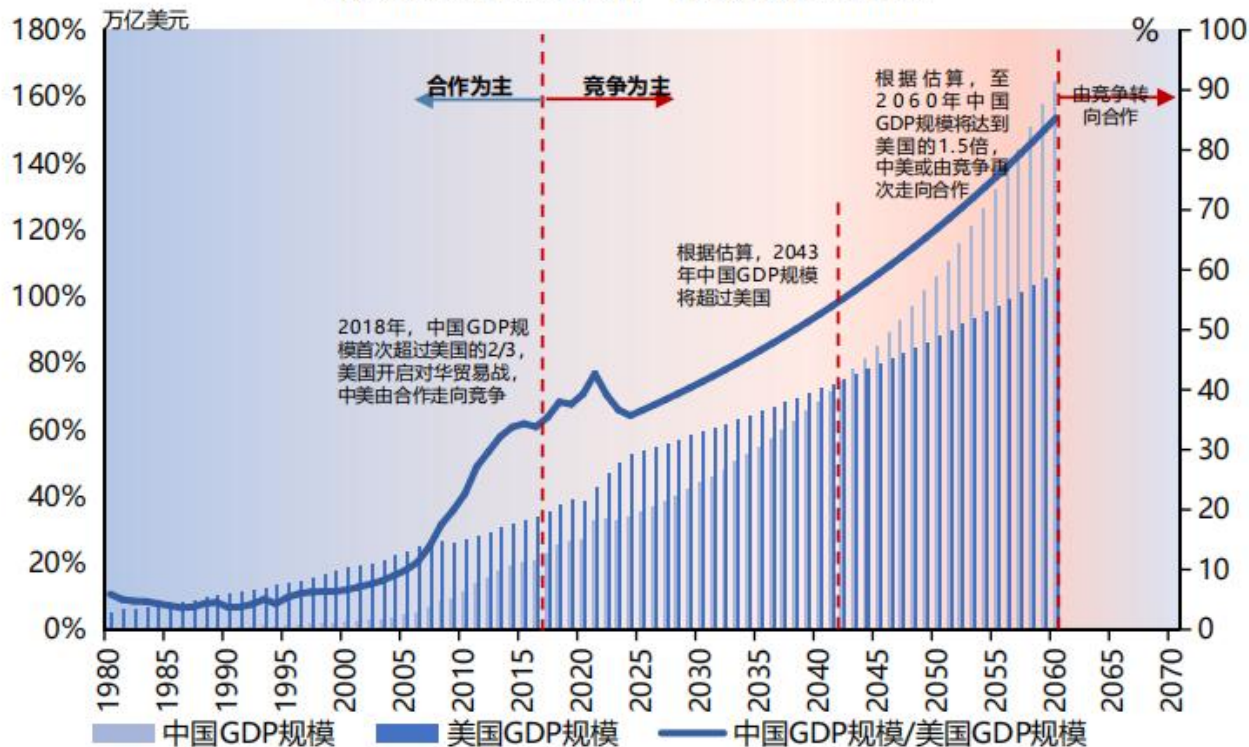
主要国际机构对明年及未来一段时间的全球贸易增速预测偏悲观



— 中美博弈逐渐向常态化、复杂化发展，科技和产业话语权争夺至关重要，与非美国国家“竞合”关系深化

历史经验表明，世界第二大经济体的经济规模达到第一大经济体的某一水平时双方的竞争将趋向激烈（日美、中美贸易战爆发时，日本、中国的GDP均约为美国的2/3），按照未来中国名义GDP增速4.5%、美国名义GDP增速2%进行粗略计算，至2043年中国GDP规模将超过美国，2060年美国GDP将下降到我国的2/3，中美竞争将有可能缓和并走向新的合作，从现在到本世纪中叶，中美博弈将是常态。

从现在到本世纪中叶，中美博弈将是常态



中美博弈逐渐从关税拓展到科技、军事等多个领域



一 全球产业链供应链加速重构，需高度关注我国供应链与产业链安全，警惕“产业空心化”

» 全球产业链供应链重构背景下，我国产业链外迁压力增大，中资企业或主动或被动向外寻求新的增长空间。这一过程可能带动中国海外资产的扩大，增强我国参与全球资源配置的能力，但也对国内产业体系的建设和发展带来不确定性，需警惕制造业占比的快速下滑以及产业外迁对就业、消费、投资等方面的负面影响。

中国正处于第三轮产业链外迁过程中



纺织、鞋帽等劳动密集型产业转向东南亚等生产成本更低的区域，例如2012年阿迪达斯关闭在中国境内的直属工厂，将整体产业链转向东南亚地区

为了应对钢铁等部分行业产能过剩，提出供给侧改革，同时开始借助“一带一路”加大对外产能输出，2016年当年我国对外直接投资大幅增长，同比增幅达到34.7%

从外部因素看：2018年美国政府就开始鼓励美国企业回流；2020年拜登上台之后持续推进“小院高墙”“中国+”、“近岸与友岸外包”
从内部因素看：国内经济存在供需失衡、产能过剩压力，竞争压力下企业利润率走低、市场空间收窄

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

回流、近岸、友岸

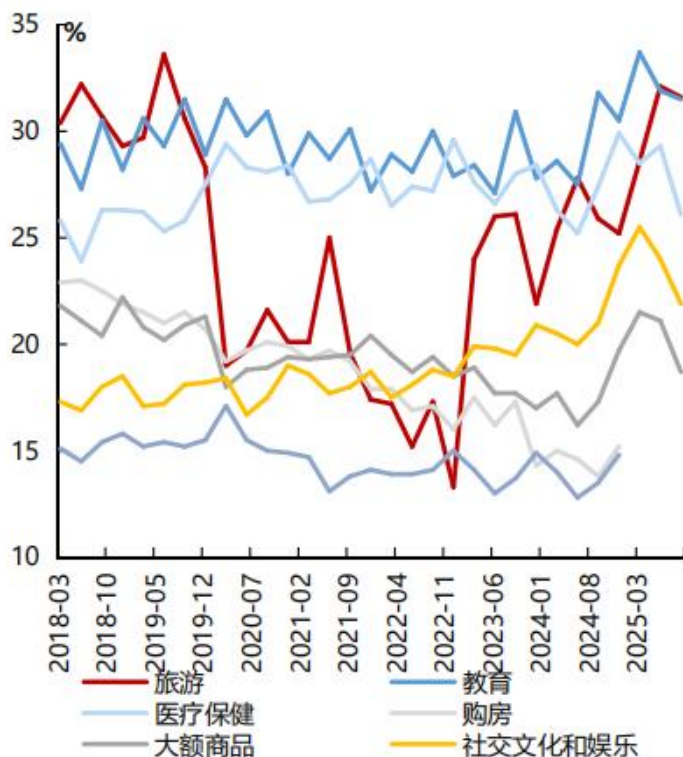
	产业脆弱度第一	产业脆弱度第二	产业脆弱度第三
美国	电气与电子设备	机械设备	车辆及配件
英国	机械设备	电子设备	矿物燃料
德国	机械设备	电子设备	矿物燃料
日本	电气与电子设备	能源和矿物	机械设备
韩国	电气与电子设备	机械设备	光学及医疗等仪器

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

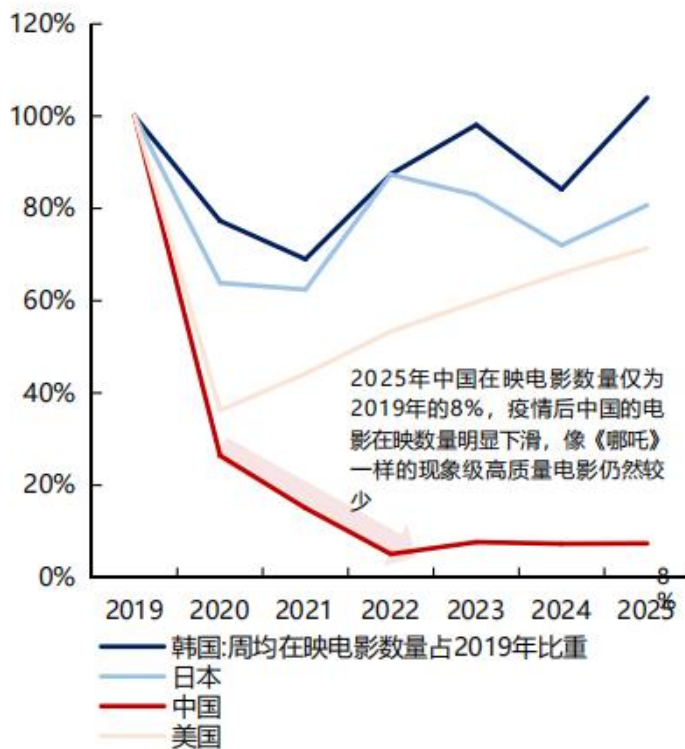
2 供给存在结构性缺失，优质供给仍然不足

» 根据城镇储户问卷调查，近年来旅游、教育、医疗保健、文娱在各项消费占支出意愿的比重明显上行，扩大服务消费也是“十五五”期间提振消费的重要发力点；然而我国在这些领域的优质供给仍然不足，如在映电影数量仅恢复为疫情前的8%，像《哪吒》一样的现象级高质量电影仍然较少，养老医疗领域的基础设施仍不完善，优质供给不足也是制约居民消费的重要原因。

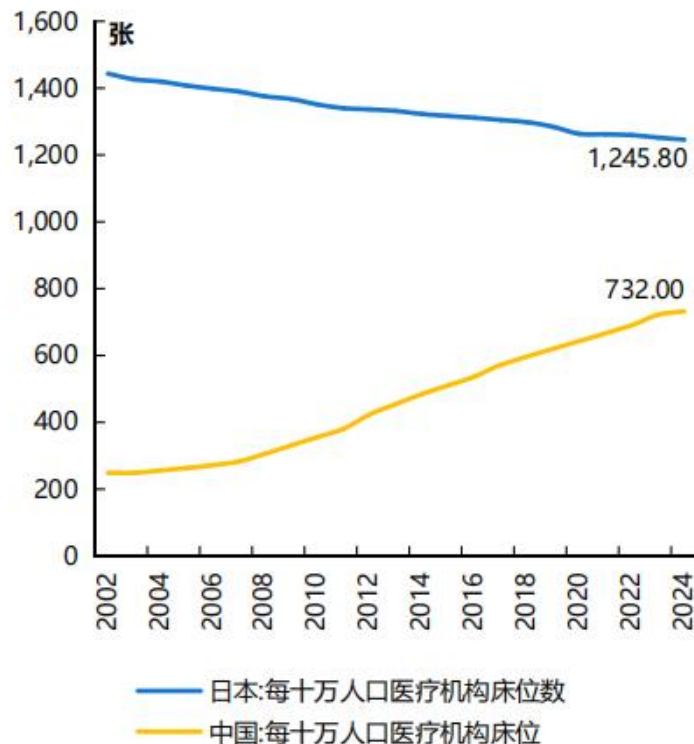
近年来旅游、教育、医疗保健、文娱在各项消费占支出意愿的比重明显上行



2025年中国在映电影数量仅为2019年的8%，国内电影的供给数量明显偏低



与同样面临老龄化问题的日本相比，当前我国养老医疗领域的基础设施仍不完善

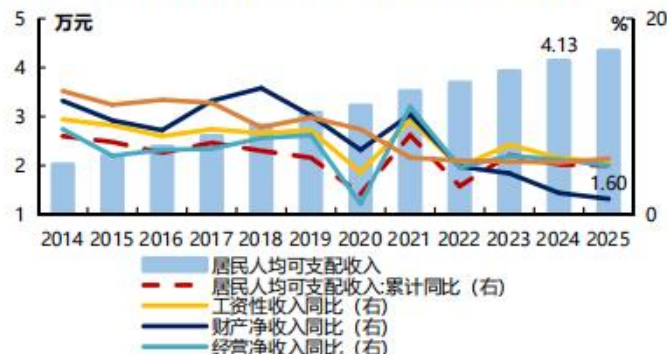


3 当前微观主体的行为未走出“后疫情”范式

—收入预期变化、谨慎动机增强等影响下，居民预防性储蓄或趋于常态化

居民人均可支配收入中，工资性收入、经营性收入、转移净收入仍维持5%以上的增速水平，但财产性收入增速偏低，2025年仅有望1.6%，疫情前在10%左右；居民的就业预期仍未企稳，资产价格下行、付息压力和社保体系不完善等问题成为制约居民消费的主要原因，居民过度储蓄行为较为显著，**2023年、2024年和2025年居民新增储蓄分别为16.67、14.26、14.64万亿。**

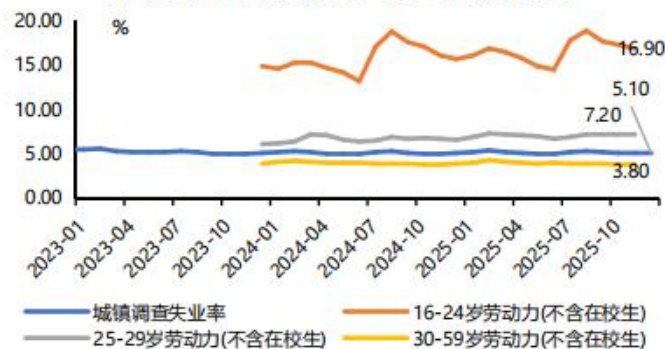
居民部门收入缺口仍存，财产性收入同比增速较低



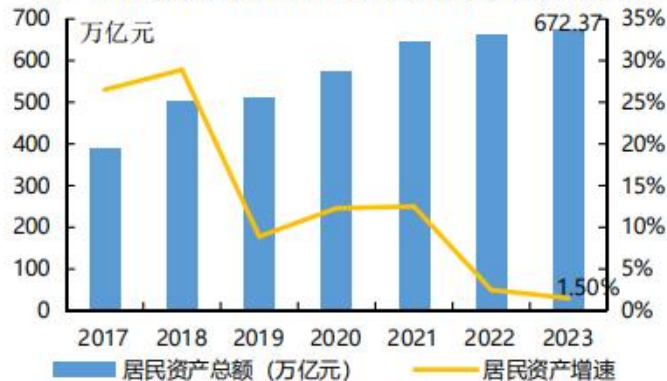
当前居民对就业的预期仍然较低



青年失业率仍较高，就业压力较大



资产价格持续下行通过财富效应影响居民消费



居民付息压力持续处于高位



住户部门净储蓄自2022年以来快速上升



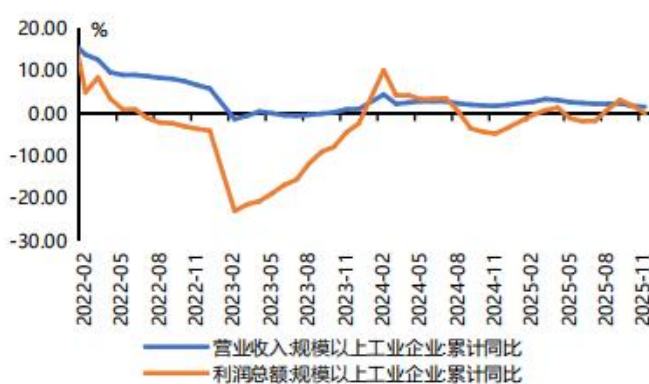
— “求生存” 目标下企业行为由 “利润最大化” 转向 “风险最小化”

» 近年来工业企业增收不增利，扩产动力不强，企业行为目标函数由利润最大化变为负债最小化，以中长期贷款为主的自发融资仍然偏弱，企业更倾向于短贷维持日常经营和流水；民间投资增速快速下滑，占比已回落至50%以下。

工业企业资产回报率持续下行，目前已跌破4%



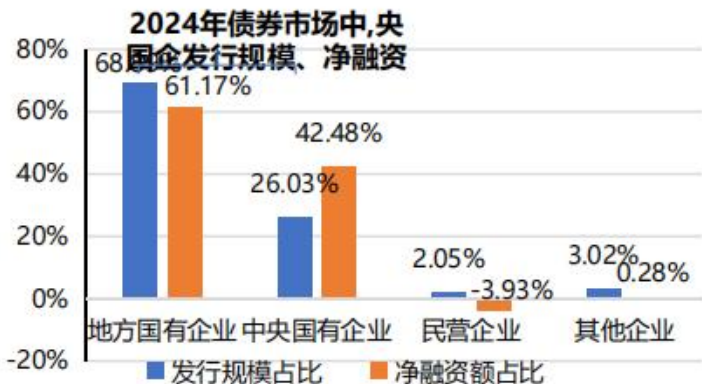
企业多数时期增收不增利，扩产动力不强



企业家对宏观经济和经营景气的感受度一直没有回升至疫情前



金融资源错配问题仍存，国企对民企的融资形成挤出



当前民间投资占比回落至50%以下

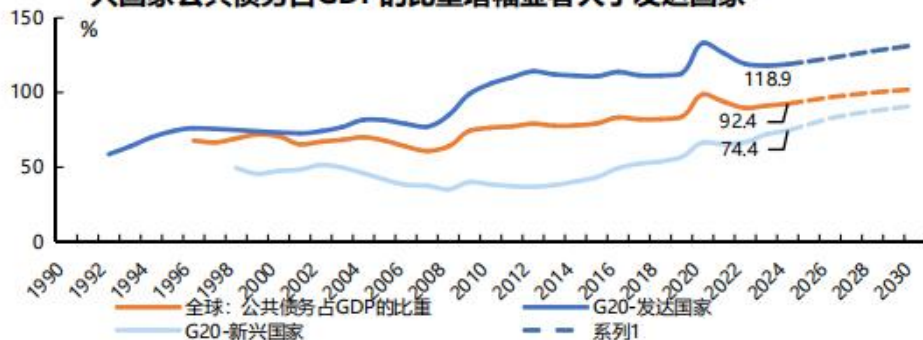


企业行为转向 “风险最小化”，企业自发融资需求相对较弱



4 政府债务规模持续增加，付息压力不断上升，更多体现为流动性风险和结构性风险

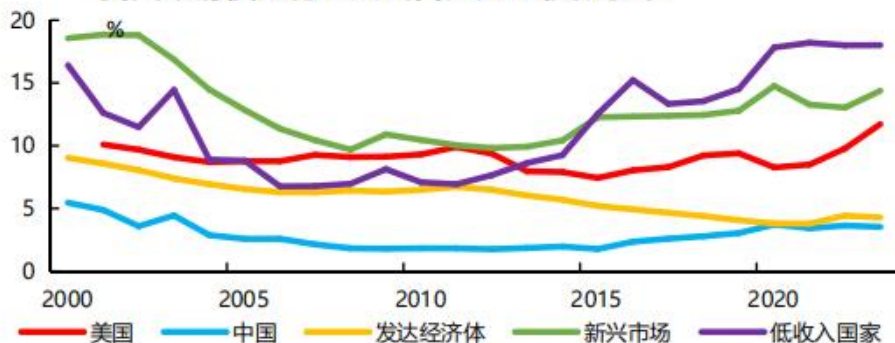
近年来全球债务持续攀升，2024年底公共债务规模占全球GDP的92%左右，已达近30年来峰值（除2020年），新兴国家公共债务占GDP的比重增幅显著大于发达国家



近年来积极财政发力叠加地方化债深入推进
我国政府债务规模持续增加



从国际比较看
我国政府债务付息支出占比处于较低水平



注：IMF公共部门口径包括政府以及公共公司(public corporations)，对于中国公共债务估算口径包括政府显性债务、地方政府融资平台债务、政府引导基金和专项建设基金；各国收入包括税收、社会捐款、应收赠款和其他收入。

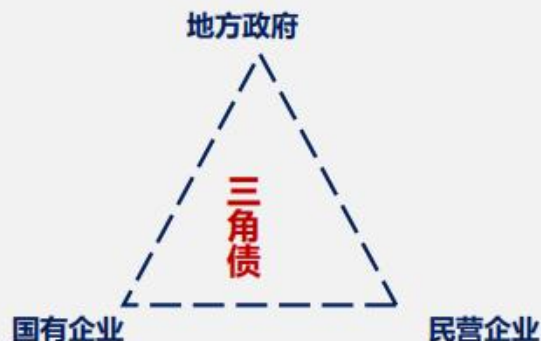
国际比较来看我国中央债务占比处于较低水平



— 揽子化债推进下地方债务风险阶段性缓释，仍需关注城投经营性债务、政府拖欠款、效率等问题

财政承压下政府拖欠款、城投经营性债务等问题仍需重点关注

“十五五”下半场：继隐性债务阶段性化解之后，市场视角来看**债务“冰山”问题**将是影响协同发展的关键因素之一，包含政府拖欠款、城投经营性债务等



“政府-国企-民企”三角债：

地方国企尤其是城投企业往往成为地方政府对银行机构、民营企业拖欠的载体，需关注风险传染蔓延

效率问题仍是影响可持续发展的关键 “债务-资产”转化不足

地方政府专项债：“钱等项目”、违规使用等现象突出

- 2022年：47个地区违规挪用**157.98**亿元专项债；5个地区虚报33个专项债项目支出进度，有**60.27**亿元结存未用
- 2023年：募集资金当年即闲置或被挪用，其中**522**个项目**279.24**亿元
- 2024年：9个地区违规举借**20.29**亿元；7省虚报支出完成情况**464.35**亿元；92个地区挤占挪用**651.8**亿元；70个地区闲置或损失浪费**189.53**亿元

国有企业：部分企业经营困难，**区县级国企亏损面超50%**

全国人大关于2024年企业国有资产（不含金融企业）管理情况的监督调研：

- 布局规划全面性不足，重复投资、同质化竞争、内卷式竞争问题突出
- 监管不到位，央企主业偏离，地方国企债务压力大
- 缺乏现代治理体系，区县级国企亏损面大：**2024年，区县级国企资产总额接近全国25%，但是亏损面超过50%；融资平台转型难度大，经营困难，债务风险高**

5 新旧动能转换伴随经济下行压力与财政、就业缺口，新动能持续蓄势但暂难完全补位

通过对投入产出表进行拆解分析，2023年房地产和住宅建筑对总产出的完全贡献率已较2020年的14.8%降至13.1%；相比之下，高技术制造业和服务业的合计产出贡献虽提升至19.5%，但距离真正“挑大梁”仍有提升空间。更深层的社会经济贡献看，由于高技术产业往往处于成长期，且享受一定税收优惠，本质上属于财政收入的“慢钱”，且为资本与技术密集型，高技术产业的税收和就业贡献暂难完全补位房地产的贡献。

高技术产业对税收的贡献逐年增加，但
比重仍然较低



高技术产业对就业的吸纳能力较弱



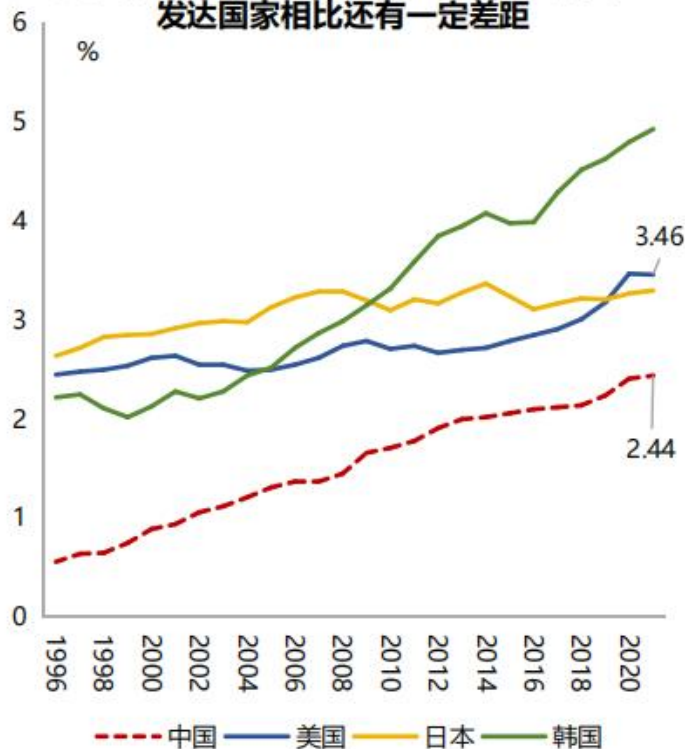
注：价值链地位指数越高，表明该国提供的增加值越多、在产业链中越处于关键地位，反之亦然。

一 我国研发支出占比持续增长但仍有提升空间，卡脖子领域仍面临应用推广的过程受阻、迭代较慢的问题

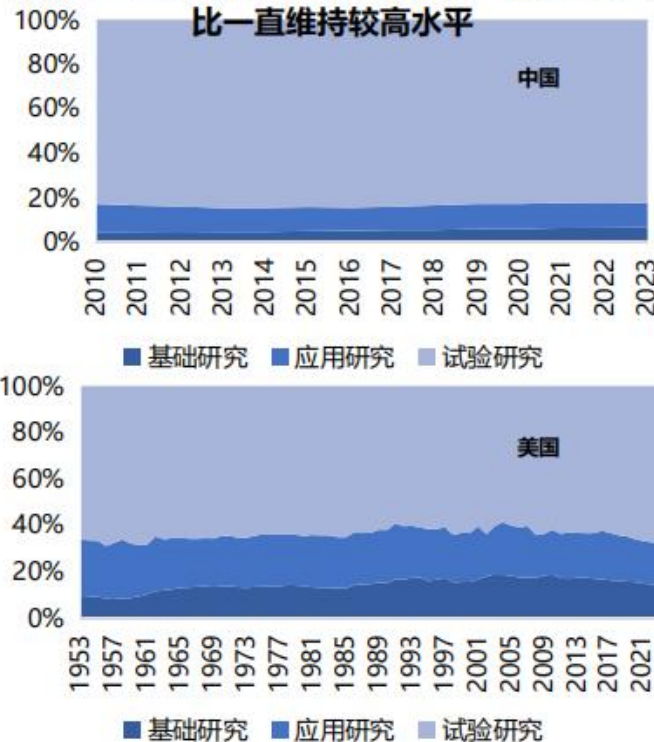
» 2025年，我国研发强度达到2.8%，首次超过OECD国家水平，但较发达国家仍有一定差距，其中，基础研究薄弱是我国对关键核心技术掌控不足、在关键环节受制于人的重要原因；

» 近年来我国虽然在“卡脖子”领域实现了一定的国产化替代，但还有部分领域尚未突破，同时还面临认证测试到应用推广的过程受阻、迭代较慢的问题。

近年来中国研发投入占GDP比重持续上升，但与发达国家相比还有一定差距



2023年我国基础研究占比6.77%，较2010年提高2.2个百分点，但仍相对较低，试验研究占比一直维持较高水平



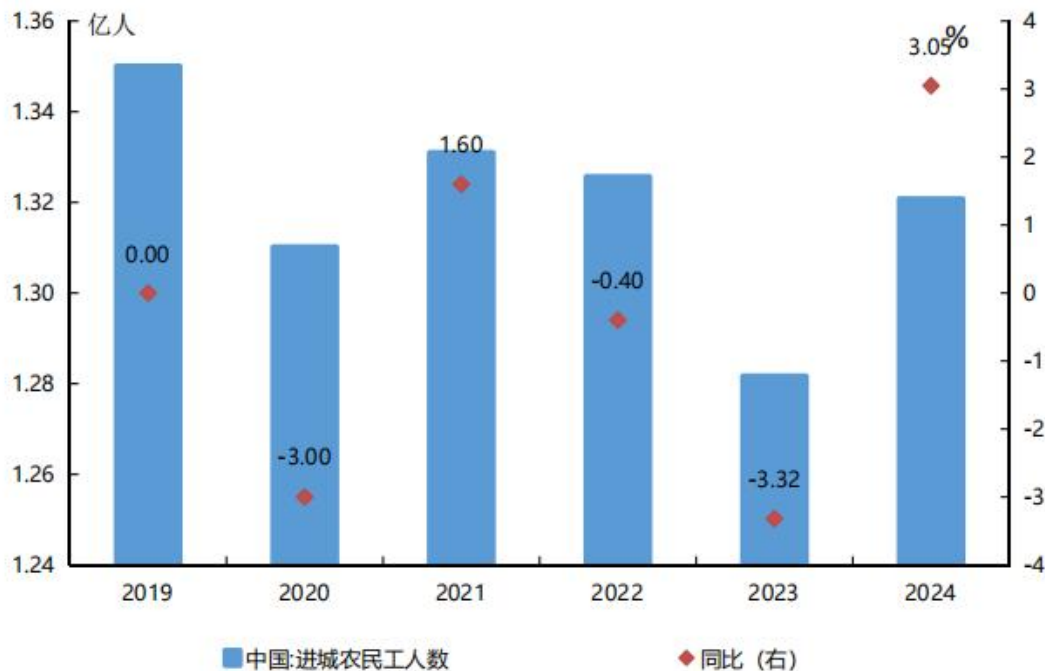
中国未来仍需重点突破的“卡脖子”环节

技术领域	核心“卡脖子”环节	国产化进展
半导体	高端光刻机 (EUV)、EDA 工具	上海微电子 28nm 光刻机进入验证；华大九天在模拟电路 EDA 领域实现突破
工业软件	高端 CAD/CAE 系统、PLC 控制器	中望软件等在中端市场替代，高端核心算法仍依赖进口
航空发动机	单晶涡轮叶片、大涵道比发动机	国产高温合金材料通过测试，C919 配套发动机部分核心部件仍需进口
高端传感器	高精度 MEMS 传感器、阵列式触觉传感	单点式传感器实现国产，高端多维度传感产品依赖进口品牌
工业机器人	谐波减速器、高端伺服电机	绿的谐波等实现部分替代，高端机型核心部件进口依赖度超75%

6 未富先老压力下，民生和社会保障短板日益突出

» 当前我国65岁以上老年人口抚养比为20.7%，而我国人均GDP要明显低于处于同等抚养比的国家，如韩国（25.9%）、爱尔兰（23.7%）、智利（19.8%）。倘若人口仍处于较低自然增长率继续下滑，可以预期未来我国社会面临的养老保障经济压力会持续扩大，对养老金体系、医疗资源、养老服务提出更严峻的挑战。

中国仍有大量进城务工的农民工群体



以一线城市为例，非户籍灵活就业人员在就业、教育、住房待遇相对落后

服务领域	上海市	北京市	深圳市
医疗服务	非沪籍灵活就业人员可参养老和医疗保险 非沪籍退休人员无法享受上海地方性养老金补贴、节日补贴和高龄津贴	非京籍灵活就业人员多数仍无法缴纳职工医保 非京籍老人不享受本地养老补贴	深户：单位须缴纳一档社保，门诊报销比例高，个人账户余额可累积且能家庭共济 非深户：多缴纳二档/三档社保，无个人账户，报销比例较低
教育机会	义务教育阶段救助普遍覆盖，但高中和大学阶段，部分补贴和优惠政策仅限沪籍学生享受	非京籍子女入读公办学校条件复杂，录取顺位通常靠后	深户子女录取优先级高；中考时深户考生录取分数线通常比非深户低20-50分
就业保障	在失业保险待遇上，非沪籍人员可能无法在上海登记领取	非京籍灵活就业人员仍无法以个人身份在北京缴纳职工社保，只能选择回户籍地参保或通过单位挂靠代缴	非深户个人无法在深圳缴纳社保，只能通过单位办理；失业补助有限
住房保障	非沪籍成员多数需要与沪籍配偶或父母同住才可申请，且补贴额度往往受限	申请公租房、经济适用房、限价房等，都需要持有北京户口	非深户：基本无法申请公租房、安居房等保障性住房；购房需连续缴纳5年社保

目 录

- 一、2025年回顾： 承压与重构下的平稳收官
- 二、问题与挑战： 寻求新均衡进程中的六重约束
- 三、2026年展望： 稳中有进、在承压蓄力中开新局
- 四、实现2026年经济发展目标的政策建议

■ 十五五时期我国内外环境的十大判断

- 1 全球经济或将进入增长放缓、潜在产出下降的深度调整期
- 2 多极化贸易体系逐渐成型，与非美国国家“竞合”关系深化
- 3 中美博弈逐渐向常态化、复杂化发展，科技和产业话语权争夺至关重要
- 4 供应链重构进入下半场，地缘政治和战略安全成为全球供应链布局的主线
- 5 中国具备主动运筹国际空间、塑造外部环境的有利因素
- 6 官方表述“4.17%”或为“十五五”最低增长目标，预计经济增长区间在4.5%-5%左右
- 7 房地产或处于从底部向新周期过渡的阶段，新质生产力“挑大梁”的迫切性大增
- 8 人口结构向深度老龄化过渡，“未富先老”的压力对公共服务提出更高挑战
- 9 改革步入“深水区”，部分改革任务的落地面临较大阻力
- 10 落实“发展中化债”，注重结构优化与效率提升、增强财政债务可持续性

➤ 开局之年2026年经济短期的修复压力和韧性仍存，全年经济增速预计在4.8%，宏微观温差或边际收敛

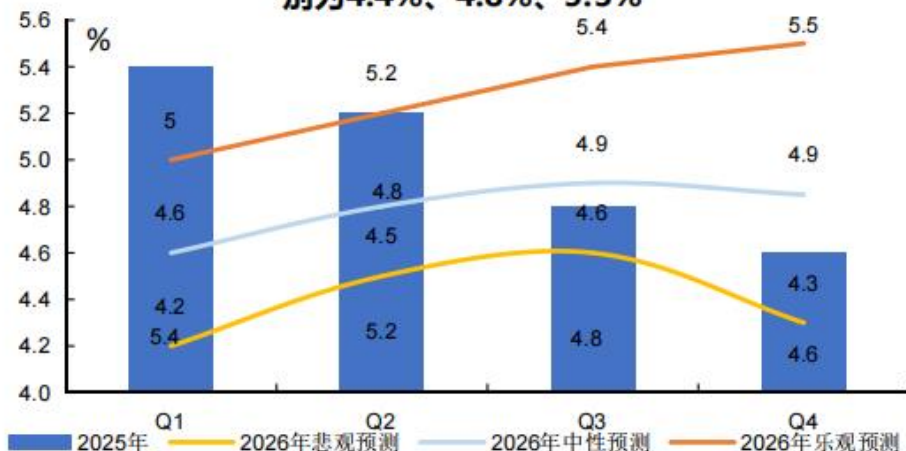
五大积极因素

- ①美国对华贸易“战术性”缓和，明年出口存在多重韧性支撑
- ②开局之年重大项目及早落地，基建仍是投资端的主要拉动
- ③年底政策部署存在效果时滞，政策效应或集中于明年释放
- ④伴随以人为本的新型城镇化建设，“新市民”的需求潜力将持续释放
- ⑤反内卷的治理效果将持续显现，PPI和CPI或实现温和修复

五大问题

- ①有效需求不足仍是“十五五”时期制约内循环的核心堵点
- ②当前微观主体的行为函数仍没有从疫情后走出来
- ③经济下行承压是新旧动能转换的必然过渡，当前科技创新能力与新动能贡献仍然偏低
- ④未富先老压力下，民生问题和社会保障短板日益突出
- ⑤外部环境复杂性上升，对经济的影响呈现多元化

悲观、中性与乐观情形下预测2026年我国经济增速分别为4.4%、4.8%、5.3%



基准情形的假设：出口仍然维持韧性，增量政策有效地对冲内外压力；房地产市场处于“L型”底部的缓慢出清阶段，但对内需的拉动作用依然有限；居民消费和企业投资呈现“弱修复”特征；服务消费供给取得新进展，能够部分承接商品补贴效应递减后的需求缺口；

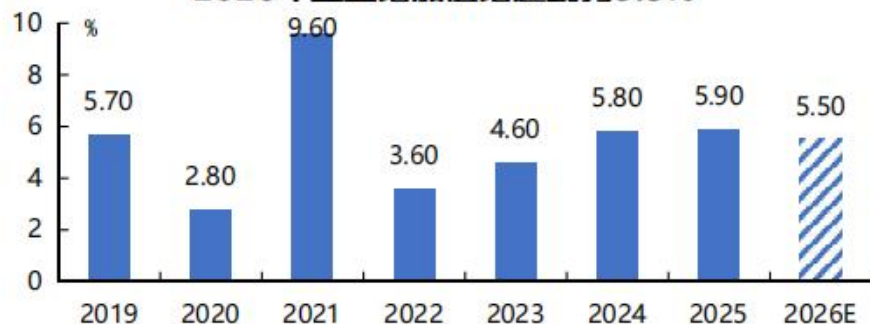
基准情形下的主要经济指标预期增速

预测指标	2025年 (%)	2026年预测 (%，中性情形)
1、实际GDP增速	5.0	4.8
其中：第一产业增速	3.9	3.8
第二产业增速	4.5	4.5
第三产业增速	5.4	5.4
2、社会消费品零售总额	3.7	5.0
固定资产投资完成额	-3.8	2.0
其中：制造业投资	0.6	4.0
房地产投资	-17.2	-10.0
基建（狭义）投资	-2.2	8.0
3、出口	5.5	4.5
4、工业增加值	5.9	5.5
服务业生产指数	5.5	5.6
5、消费者物价指数（CPI）	0.0	0.5
工业生产者价格指数（PPI）	-2.6	-1.0
6、社融存量	8.3	8.0
广义货币（M2）	8.5	7.8

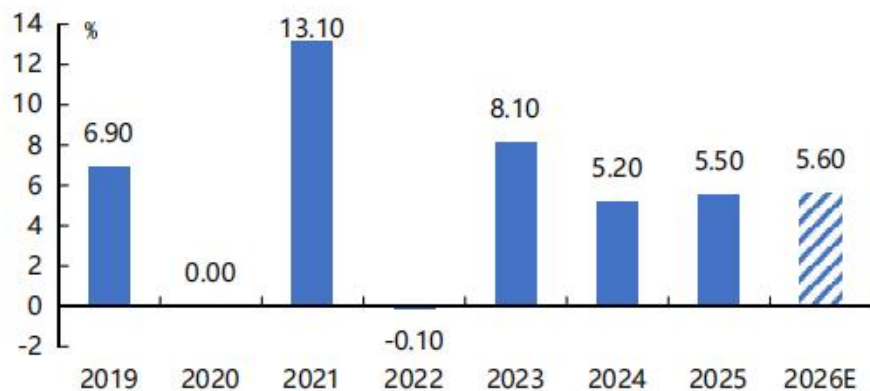
1 生产仍然偏强，供强需弱的格局或将延续

- 考虑到2026年重大项目及早落地带动生产、新兴市场对资本品的出口需求支撑，预计明年工业生产仍将维持韧性，2026年工业增加值增长5.5%左右。
- 同时，11月国常会细化有关“增强供需适配性”部署，年底中央经济工作会再次强调“扩大优质商品和服务供给”，明年服务消费的供给或是政策支持重点，预计2025年服务业生产指数同比增长5.6%，第三产业增加值或在5.4%左右。

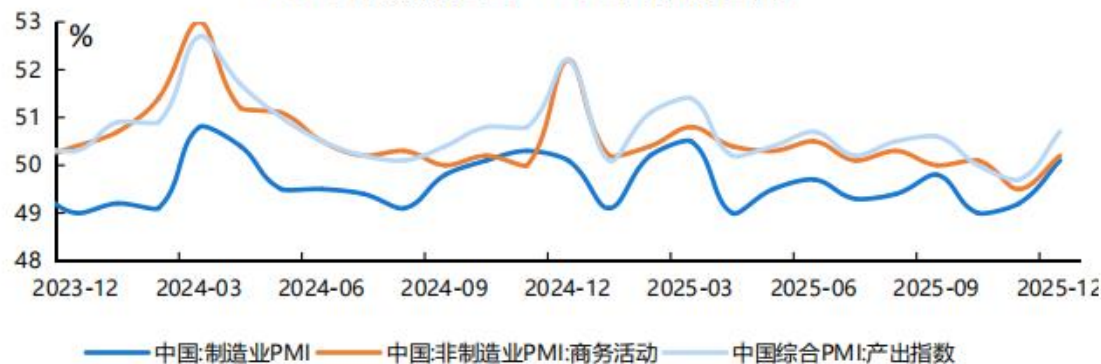
2026年工业增加值增速或为5.5%



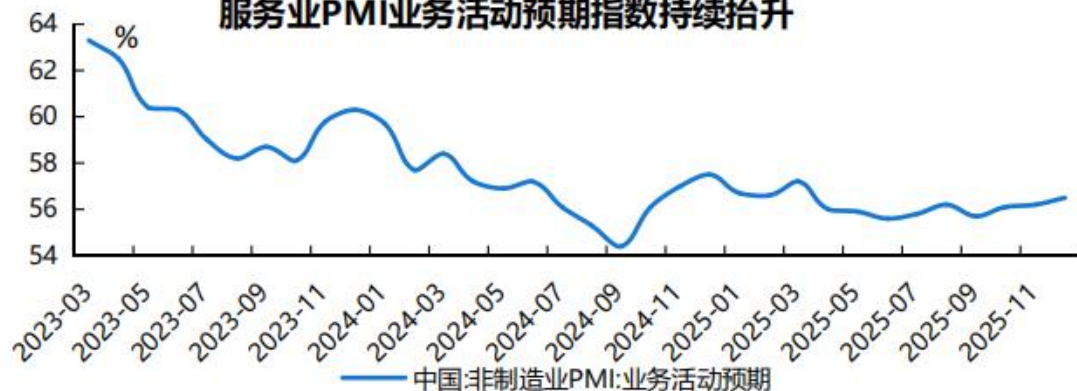
2026年服务业生产指数增速或为5.6%



2025年底制造业PMI重回扩张区间



服务业PMI业务活动预期指数持续抬升



2 短期出口承压但也存在诸多支持性因素，预计2026年出口增速为4.5%

- » 从短期来看，出口仍然存在许多支持性因素。2026年为美国中期选举年，特朗普的精力将向国内问题集中，中美贸易摩擦存在“战术性”缓和的空间。明年我国出口虽然有基数压力，但对美出口或边际改善，与此同时，考虑到部分新兴市场国家正处于快速工业化阶段，我国对一带一路沿线、非洲等新兴国家中间品出口仍有较大空间，预计明年出口增速仍维持4.5%的增长。

采取措施有效缓解美国通胀和经济问题，
是特朗普准备中期选举的工作重点



近期特朗普陆续放松对各国农产品、原材料领域的
关税，以缓解通胀压力

时间	美国就对等关税针对特定行业的豁免措施
11月14日	韩美就关税和防务等问题达成协议， <u>对于税率已达15%或以上的韩国输美产品，美方不再征收“附加关税”，税率低于15%的产品将提高至15%，对韩国汽车、汽车零部件、木材、锯材及木制品的关税降至15%。</u>
11月14日	美国政府宣布，将 <u>取消</u> 从阿根廷、厄瓜多尔、危地马拉和萨尔瓦多进口的部分食品和其他产品的关税，此举将有助于降低咖啡、香蕉和其他食品的价格， <u>以回应选民对商品价格的担忧。</u> 美国和瑞士已“基本”达成一项贸易协议， <u>美国对瑞士商品的关税将从39%降至15%，</u> 而瑞士方面则承诺在美国投资2000亿美元。
11月15日	美国总统特朗普签署最新行政令， <u>进一步调整“对等关税”的适用范围，将部分农业产品排除在所征收的附加关税之外。</u> 更新后的关税豁免表及对“结盟伙伴”的潜在调整清单将自美东时间2025年11月13日起生效。
11月21日	美国总统特朗普签署行政命令， <u>取消美国对巴西食品征收的40%关税，其中包括巴西的牛肉、咖啡、可可和水果。</u> 这项命令将影响自11月13日或之后进口美国的巴西食品，并 <u>可能要求退还已征收的税款。</u>

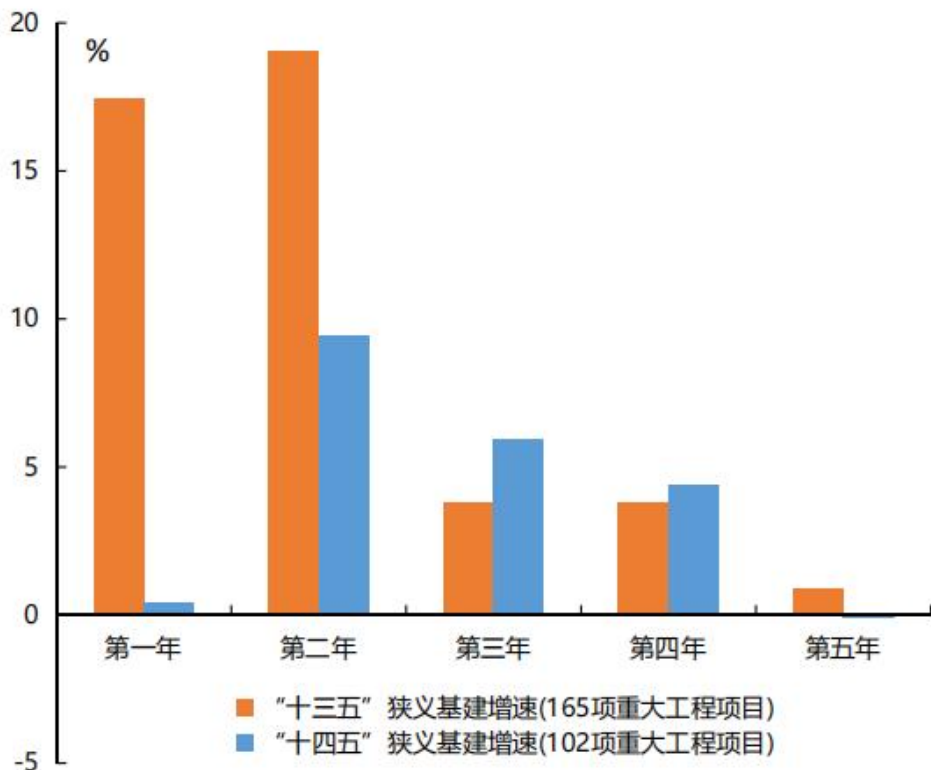
出口韧性仍存，高基数下仍可能维持
4.5%以上增长



3 投资大概率止跌回稳，基建与新兴产业投资是主要拉动项

- 考虑到近两年五年规划中，我国基建增速基本呈现前高后低的趋势，近期发改委下达2026年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划2950亿元，资金规模较去年大幅提升。预计明年投资增速止跌回稳，狭义基建增速回升至8%，继续发挥逆周期调节的托底作用。
- 在反内卷治理对制造业投资仍有压制的前提下，结构上高技术产业投资仍具备韧性，制造业投资预计总体仍能实现4%的增长。

近两个五年规划时期基建增速基本呈现前高后低的趋势



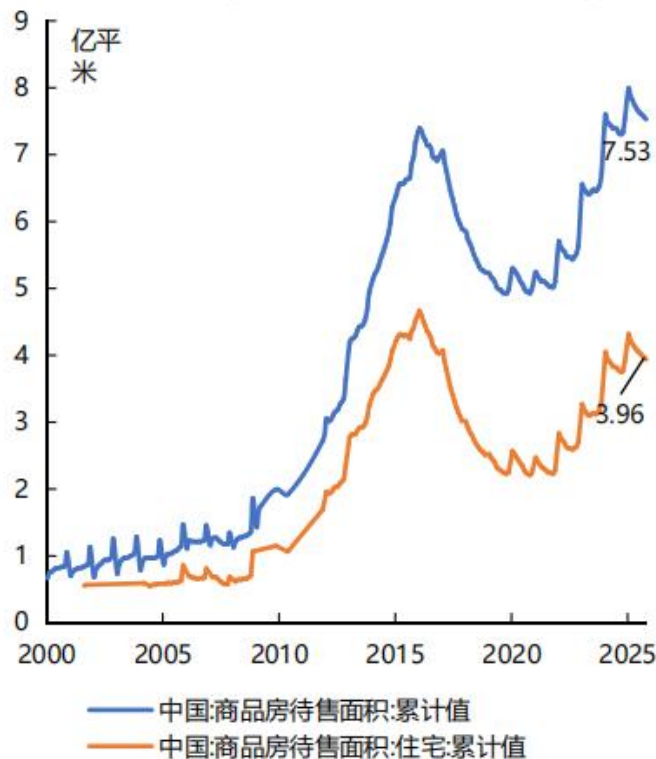
2026年政府投资力度进一步加大，对投资形成支撑

	2025年预算内投资提前批	2026年预算内投资提前批
资金规模	2000亿元 (“两重”建设1000亿元+中央预算内投资1000亿元)	约2950亿元 (“两重”建设约2200亿元+中央预算内投资超750亿元)
“两重”建设项目	数量:121个 资金:1000亿元 重点投向:国家重大战略实施和重点领域安全能力建设	数量:281个 资金:约2200亿元 重点投向:城市地下管网、高标准农田、“三北”工程、有效降低全社会物流成本等
中央预算内投资	数量:526个 资金:1000亿元 重点投向:公共领域补短板、调结构、惠民生	数量:673个 资金:超750亿元 重点投向:城市更新、水利、生态保护修复、污染治理、节能降碳等
实施特点	首次大规模实施提前批机制 ，重点聚焦实体项目建设	规模更大， 采用“软硬结合”模式 (硬投资聚焦实体项目建设，软建设同步完善制度保障)， 进一步优化资金拨付流程

一 低基数下房地产投资降幅或收窄，对经济拖累有望减轻

» 房地产市场仍处于去库阶段，在严控新增要求下地产投资仍有下滑压力，由于2025年房地产投资基数较低，2026年地产投资存在边际改善的空间，预计降幅进一步收窄至10%。

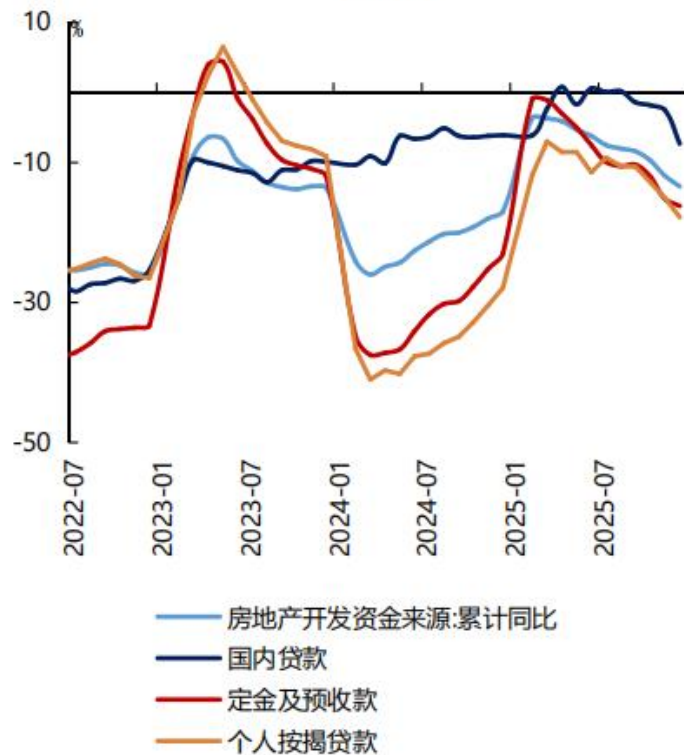
商品房待售面积达到7.5亿平方米，高于上一轮库存新高（2016年2月7.39亿平方米）



新开工仍处于下跌区间，2025年二季度以来房地产投资降幅持续走扩



房企债务风险仍在释放，资金来源承压制约投资改善



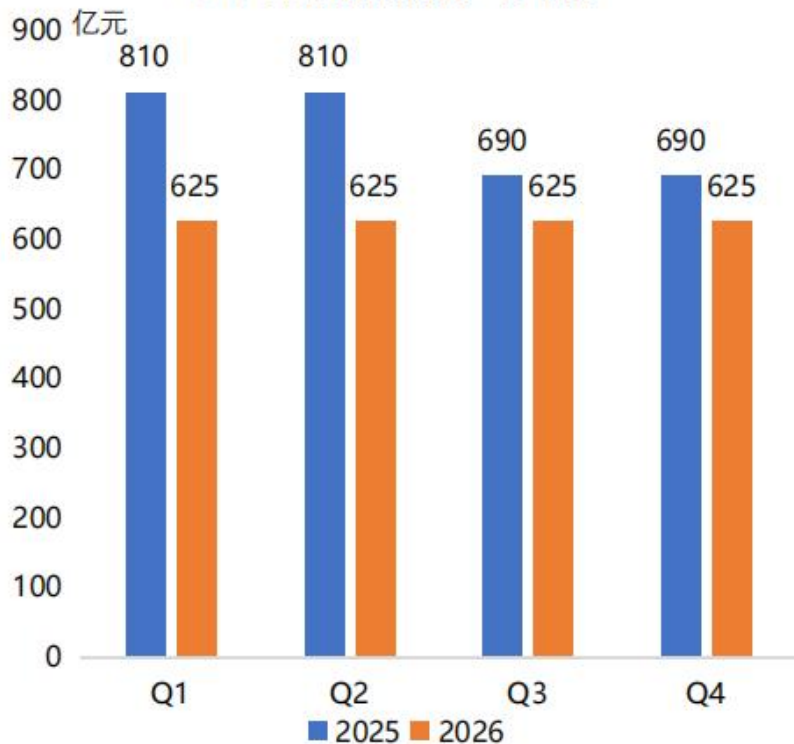
4 预期未明显好转下消费或维持弱修复，预计全年社零温和增长

— 新一轮国补政策缩量、更注重结构调整和产业引导，支持力度或不及去年

» 2026年“以旧换新”第一批资金是625亿，假设四个批次规模一样，全年总量是2500亿，较2025年3000亿的资金规模有所下滑。

» 新一轮两新政策对消费的拉动或有所下降。一是国补对传统传统家电、汽车品类的存量支持力度“做减法”；二是设备更新注重供需适配性和公共服务补短板职能，虽然支持范围首次从工业领域向商场、超市等与消费供给挂钩的商业设施延伸，但消费供给优化是长期工程，起效相对较慢。

2026年国补规模或进一步下滑



新一轮“两新”政策注重存量结构调整和产业引导，对消费的带动或不及2025年

传统置换品类“做减法”，更注重绿色引导，对消费的拉动或不及2025年

消费品 “以旧 换新”	传统家电	补贴品类由12类降至6类，仅保留冰箱、洗衣机、空调、电视、电脑、热水器这6大家庭刚需品类；比例下降到15%，上限降到1500元；补贴门槛提高，不再补贴2级能耗产品；
	汽车品类	由定额转为比例补贴，低价车补贴缩水；对报废汽车置换新加登记时间及排量限制；
	数码产品	在延续手机、平板、智能手表（手环）和智能家居产品（含适老家居）的基础上，新增智能眼镜品类

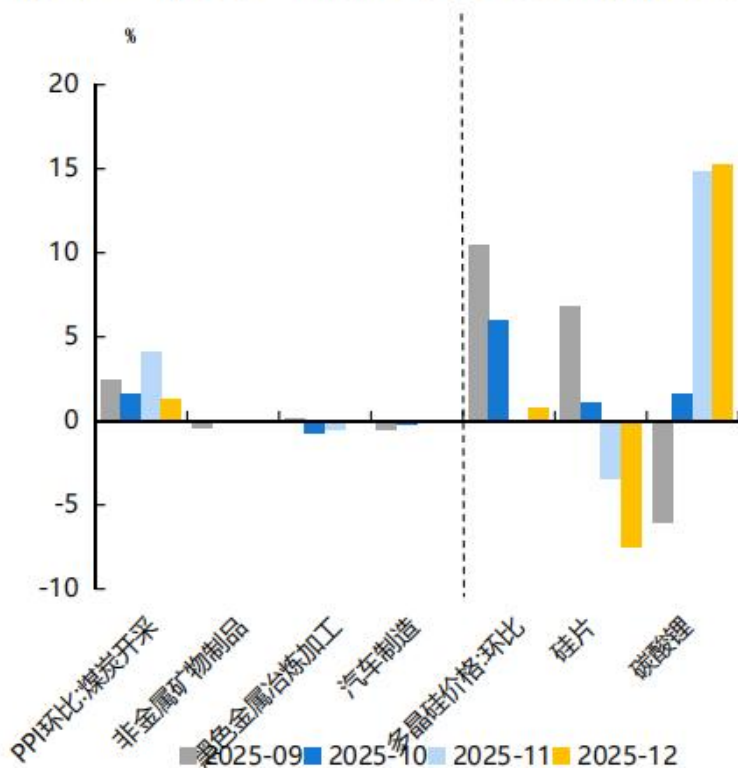
设备更新注重供需适配性和公共服务补短板职能，向中小微企业延伸

设备更新	基础设施“补短板”	民生领域增加老旧小区加装电梯、养老机构设备更新；安全领域增加消防救援、检验检测设备更新
	供需适配性	设备更新的支持范围首次从工业领域向商场、超市等与消费供给挂钩的商业设施延伸，标志着国补政策由过去补需求为主向优供给转型
	中小微	本次补贴明确降低设备更新申报项目的投资额门槛，使更多中小企业能够享受补贴红利。

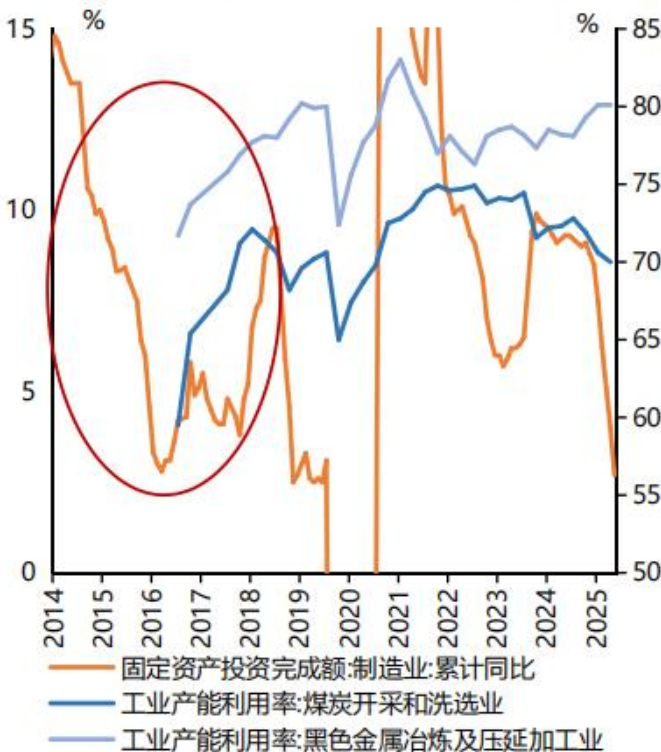
5 反内卷的治理效果将持续显现，PPI和CPI或实现温和修复，长期看有助于供需再平衡

- » 明年“反内卷”治理的影响或将持续显现，尤其是新兴产业“反内卷”进展加快，对于核心领域的价格仍有支撑，与此同时，反内卷不可避免对投资端形成压制，从长周期角度看，产能出清的过程必然伴随着投资下行，总体是有利于长期宏观均衡的。
- » 结合大宗商品以及反内卷相关行业价格走势，明年PPI仍有多重支撑因素，预计PPI将会进一步回升至-1%-0.5%左右的水平，CPI大约实现0.5%左右的增长。

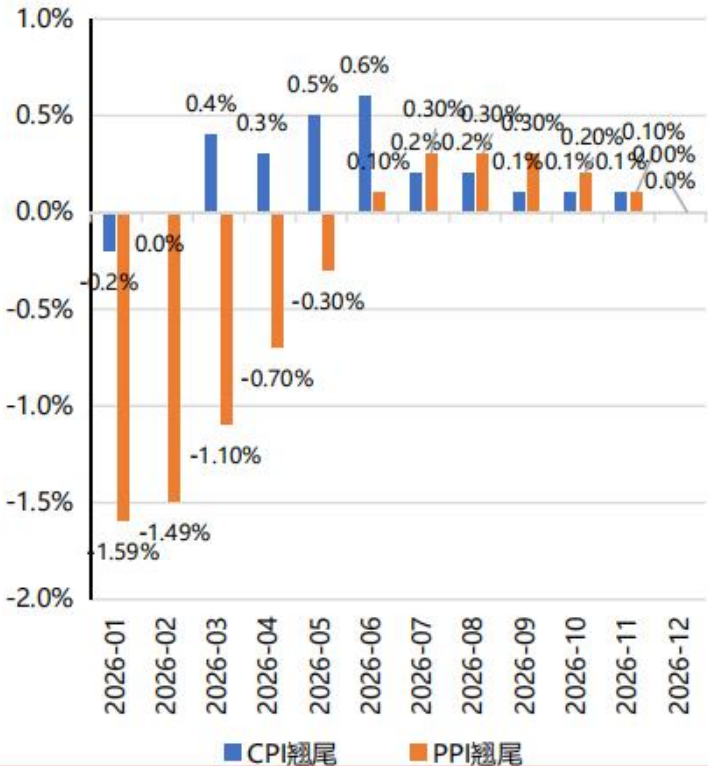
新兴产业“反内卷”进展加快，其支撑效果仍将持续



2015-2016年煤炭、钢铁等行业的产能利用率抬升前，制造业投资也经历了大幅下行



2026年上半年翘尾因素对PPI拖累较大，下半年翘尾因素的压制作用或将有所放缓



目 录

- 一、2025年回顾：承压与重构下的平稳收官
- 二、问题与挑战：寻求新均衡进程中的六重约束
- 三、2026年展望：稳中有进、在承压蓄力中开新局
- 四、实现2026年经济发展目标的政策建议

1 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

— 进一步加大财政力度，建议2026年赤字率保持在4%以上水平，广义财政支出规模或达15万亿左右

2025年12月中央经济工作会议“要继续实施**更加积极的财政政策**，保持**必要的财政赤字**、**债务总规模和支出总量**，**加强财政科学管理**，**优化财政支出结构**，**规范税收优惠**、**财政补贴政策**”

总量发力仍是关键，进一步加大中央力度

2026年

- ① 建议赤字率保持在4%以上水平，赤字规模约为5.9万亿以上；
- ② 安排专项债5.1万亿，弥补今年减少的用于基建项目的额度，并继续支持化债、“清欠”等；
- ③ 特别国债规模可与今年持平、继续发行1.8万亿，加力支持“两重”“两新”工作；
- ④ 若再考虑用于置换存量隐性债务的2万亿置换额度，2026年新增政府债务总规模可上升至14.8-15.5万亿。

加快政策落实，提高支出效率

- 政府投资需保持必要的支出强度与节奏，压缩“政策出台-资金下达-项目开工”时滞，发挥政府投资“压舱石”作用
- 创新资金运用方式，合理运用政府引导基金、PPP、REITs等市场化工具，探索创新“政府债券+”模式

用好政府投资基金、引导基金和产业投资基金，加强财政货币协同，撬动民间与社会资本

优化支出结构，投资于物与投资于人紧密结合，促进消费和投资良性互动



- 聚焦消费尤其是服务消费：着重解决**医疗、教育、养老、托幼**等民生短板，加大**支持数字、智能、文旅、体育**等消费新热点的力度
- 积极扩大有效投资：继续支持“两重”建设，加大对**以人为本的新型城镇化、新基建**的支持力度，对于传统基建领域**加力补足短板项目（小而美）**；坚持**智能化、绿色化、融合化**方向，培育壮大**新能源、新材料、航空航天、低空经济**等战略性新兴产业，和**量子科技、生物制造、脑机接口、具身智能**等未来产业

✓ 当前以人为本的新型城镇化有很大发展空间，2024年我国常住人口、户籍人口城镇化率分别为67%、48%，两个口径的统计差距代表了**约2.7亿的“新市民”群体**，有序推进这部分人群市民化是城镇化的首要任务，可**加强相关教育、医疗、养老、住房**等投入，**城投企业**在其中大有可为

一 货币政策延续适度宽松，维持低利率环境，做好流动性管理

2026年货币政策可能操作

科学稳健的货币政策要处理好三方面关系：

- 一是短期与长期的关系
- 二是稳增长与防风险的关系
- 三是内部与外部的关系

降息：可安排1次，幅度10bp左右

- 从提振十五五开局之年信心和预期的角度可**安排在一季度**，但需**考虑和公开市场国债买卖操作的协调搭配**，避免利率过快下行

降准：可安排1-2次

- 时间或在**年中、四季度**节点，即政府债券集中发行（6-8月）、MLF到期规模较高（10-11月）等流动性压力较大时点

公开市场操作适时发力：

- 灵活开展如**国债买卖、买断式逆回购**、质押式逆回购、MLF等

结构性工具等进一步发力：

- 专项再贷款**进一步扩围加力，继续加大对**消费、科技、绿色、养老**等重点领域支持力度，与财政政策（包括投资补贴、消费补贴、财政贴息等）形成合力，符合货币财政协同配合的要求

中央经济工作会议定调已陆续落实

2025年12月中央经济工作会议“继续实施适度宽松的货币政策，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。”

“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”

- ✓ 2026年1月15日，央行宣布**下调各类结构性货币政策工具利率0.25个百分点**

“引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域”

- ✓ 合并使用支农支小再贷款与再贴现额度，增加**支农支小再贷款额度5000亿元**，总额度中单设一项**民营企业再贷款，额度1万亿元**，重点支持中小民营企业。
- ✓ 将**科技创新和技术改造再贷款**额度从8000亿元，增加**4000亿元至1.2万亿元**，并将研发投入水平较高的**民营中小企业**等纳入支持领域。
- ✓ 拓展**碳减排支持工具**的支持领域，纳入节能改造、绿色升级、能源绿色低碳转型等更多具有碳减排效应的项目，引导银行支持全面绿色转型。

2 全方位扩大内需，增强居民和企业的获得感

— 提振消费需要让居民“有钱花”、“敢花”、“愿意花”

如何让居民“有钱花”

✓ 做大经济“蛋糕”

居民收入本质上来源于参与经济活动所获得的报酬，只有经济持续发展（即“蛋糕”不断做大），才能创造更多社会财富和更高报酬的就业岗位。

✓ 深化收入分配改革

- 提高居民收入在初次收入分配中的占比；通过税收优化、完善社保等提高再分配之后居民的可支配收入占比
- 调整完善个税体系，促进中等收入群体的消费能力与意愿。
- 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

如何让居民“愿意花”

✓ 缺少闲暇时间成为制约服务消费的“隐性壁垒”

根据OECD数据，中国城镇居民工作时长从2015年开始逐年攀升，2023年达**48.28小时/周**，但这一时期韩国、日本、欧盟等发达国家周度工作时长均呈下降趋势，并且工作时长均小于**40小时/周**。创新消费场景。

如何让居民“敢花”

✓ 解决居民的后顾之忧

- 完善社保体系，全面取消灵活就业人员在就业地参加社会保险的户籍限制，探索建立适应新就业形态特点的参保机制。
- 加快基本医疗保险、失业保险、工伤保险省级统筹，缩小地区间待遇差距，增强基金互助共济能力。

✓ 服务消费规范化发展和供给质量均需提升

部分领域仍存在商家失信行为，如“预付费”模式下的圈钱跑路、虚假宣传、服务质量缩水等问题仍时有发生；此外，服务供给质量也参差不齐。

- 建立更便捷、高效的消费纠纷解决机制，实行惩罚性赔偿，严厉打击假冒伪劣和消费欺诈。推动消费相关行业的专业化和标准化发展，通过制定行业标准和指南，帮助消费者更好地识别产品质量，降低感知风险，增强消费信心。

一 推动从“有供给”向“优供给”转型，满足多样化需求的同时发挥供给创造需求的作用

» 当前人民对美好生活的向往总体上已经从“有没有”转向“好不好”，居民消费呈现多样化、多层次、多方面的特点，但相比之下高质量产品和服务供给存在不足，特别是居住、交通通信、文化娱乐等改善需求没有得到较好满足。

人形机器人



冲击波技术



高压氧舱



智能穿戴设备



eVTOL



无人机运输



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

挖掘新的消费增长点

情绪
消费

健康
养老

文化
旅游

教育
医疗

数字
消费

绿色
消费

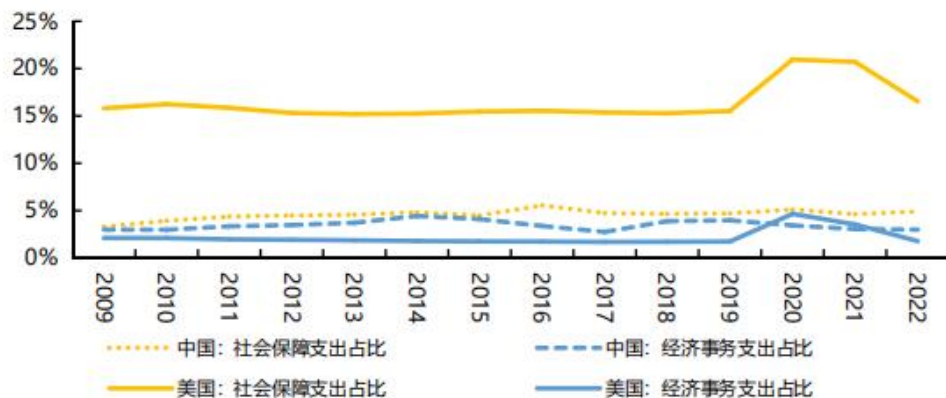
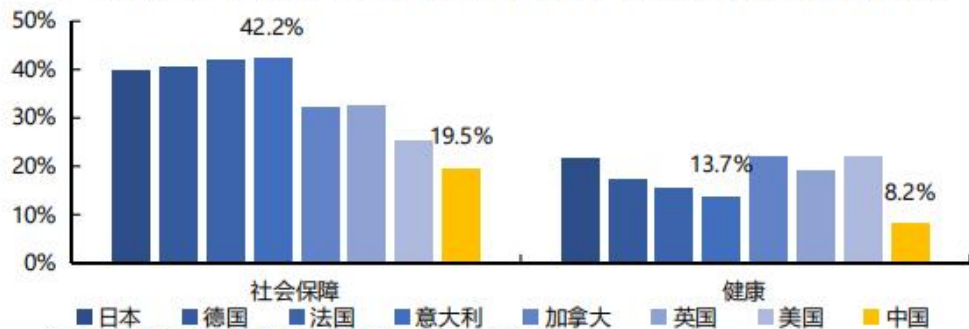
...

- ✓ 积极发展冰雪旅游、海洋旅游、康养旅游等,推广“演出+旅游”“赛事+旅游”等新业态。积极发展数字艺术、沉浸式体验等新业态。探索旅游景区景点、文博单位等合理延长经营时间，扩大接待规模
- ✓ 进一步优化“一老一小”服务供给。推进全社会适老化改造，持续推进多层建筑加装电梯和发展老年助餐等服务。鼓励社区嵌入式托育，配备可供“一老一小”都能便捷使用的老幼复合型服务设施
- ✓ 培育更多中国服务品牌，把中华优秀传统文化融入产品设计环节，助力开发拥有原创知识产权（IP）的品牌。推动动漫、游戏、电竞及相关周边衍生品消费，发掘“国潮”产品在国内外增量市场
- ✓ 深入实施数字消费提升行动，促进“人工智能+消费”，加速推动自动驾驶、智能穿戴等新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道

一 推动以人为本新型城镇化建设、促进公共服务均等化，释放“新市民”需求

- 一方面，进一步优化社会保障体系，为促消费解决后顾之忧；另一方面，推进以人为本的城镇化，进一步深化户籍制度改革（1.3亿农民工），加强教育、医疗、养老、托育等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务。据测算，通过收储方式释放3亿新市民的住房需求大约需要资金20-32万亿元，若按照前五年完成70%，后五年完成30%测算，则“十五五”规划期间，每年需要资金2.8-4.5万亿元。

当前我国社会保障、医疗、教育等民生领域短板弱项仍待强化



部分城市如北京社保最低缴费基数增速较快，加重个人和企业负担

- 建议暂停上调个人参保缴费标准，并增加低缴费档次，建立“多缴费多收益”的激励机制，缩小与职工养老和医疗保险待遇差距

农村医疗保险负担较重，获得感较低

- 短期加大对**特定群体**的补助和支持，如对**失业大学生、农村老人群体、二孩以上家庭**的补贴等
- 长期要加强民生领域支出，加大对医疗、教育、就业等领域的支持力度，**除生育补贴外，建议构建完善的系统性支持体系，如托育/养老相关配套支持政策，税费优惠等等**

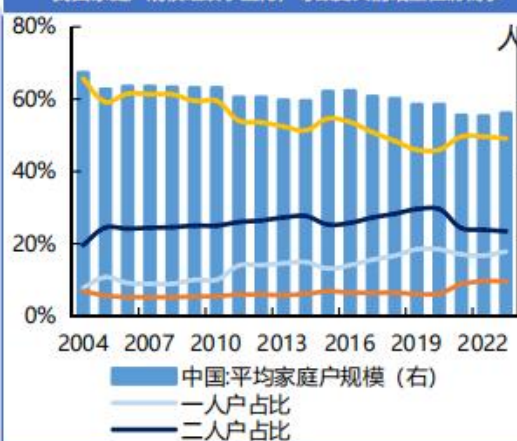
3 完善“商品房+保障房”的双轨体系，商品房可完全放开限制性政策，保障房可加快收储进度去库存

- 当前房地产仍存在三大需求空间：家庭小型化、多样化、人民对“好房子”的追求；人的生命周期即在不同阶段对房子的多样性需求；新市民安家、年轻群体独立居住需求。
- 从住房供应体系来看，目前基本构建了“商品房+保障房”的双轨体系。从商品房的角度来看，建议全面取消限购限贷，释放全部需求，同时，降低首付比例、下调存量房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、降低交易税费等，通过一线城市企稳带动整体企稳。从保障房的角度看，可根据城市人口流动情况，将收购的存量商品房用于长租公寓、人才公寓等，解决青年人、新市民的住房需求；将收购的商品房改造成老年公寓、医养结合的康养中心等，用以解决养缺口，兜底民生。要平衡好地方发展、土地供给与房地产市场的关系，建议完善“人房地钱”挂钩政策，优化土地资源配置，科学合理把握土地供应节奏、结构。

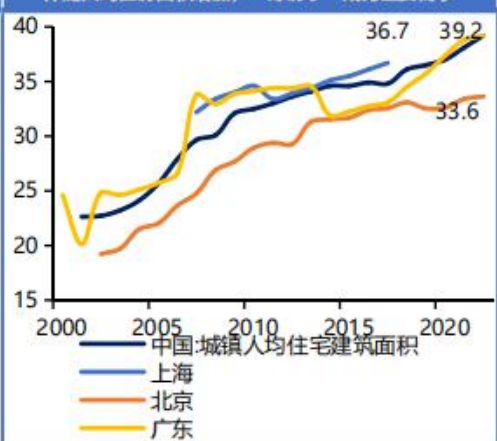
尽管房地产供求关系发生变化，仍存在潜在的需求空间



我国家庭户规模继续小型化，导致更大的增量住房需求



伴随人均住房面积增加，“好房子”成为主要需求



尽管多地已放宽限制，但一线城市仍保留一定门槛

政策类别	北京	上海	广州	深圳
限购	本市户籍居民家庭 (含驻京部队现役军人和现役武警家庭、持有居住证的家属)	已婚家庭限购2套；多子女家庭可增购1套	全面不限购	限购2套住房 (含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭)
	本市户籍成年单身人士	限购1套		限购1套
	两非本市户籍家庭/人士 (社保或个税缴纳年限满3年可购买五环内住房；社保或个税缴纳年限满2年可购买五环外住房)	上海纳税或社保1年可购买外环外住房；持居住证且积分达标+3年纳税社保可购2套；多子女家庭可增购1套		限购1套住房；多子女家庭可增购1套
限售	未明确放开	未明确放开	已放开(现行政策)	取消商品住房和商务公寓转让限制，取得不动产权登记证书后可上市交易
限价	未明确放开	未明确放开	拟放开	商品住房和商务公寓由房企自主定价
限贷	首套首付15% 二套首付20%	首套首付15% 二套首付25%	一二套首付统一调整为15%	首套首付15% 二套首付20%
转让增值税征免年限	5年改为2年 (现行政策)	5年改为2年	5年改为2年 (现行政策)	5年改为2年

4 有序推进地方债务风险化解，构建同高质量发展相适应的债务管理长效机制

— 建立完善政府资产负债表，构建“资产-债务”可持续管理机制

核心前提：建立完善政府资产负债表，是做大增量、化解存量的基础

资产端 “应入尽入”

参考日本建立固定资产台账，全面梳理**国有资产、国有企业股权、土地使用权、特许经营权**等，厘清各类资产的规模、权属及流动性，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理，并按流动性区分核算其价值与变现能力，解决资产“底数不清”顽疾

市政基础设施类：
污水垃圾收集处理及供排水、供热、供气、地下管廊等

自然资源类：矿产、林业、水利、能源、土地等

交通类：道路、充电桩、停车场、加油站等

重点待盘活国资

无形资产类：数据资产、专利权、特许经营权等

行政类：行政事业单位公用房、办公设备、车辆等

负债端 “全口径” 覆盖

全口径债务

显性政府债务
隐性债务
城投债务
地方国企债务
政府中长期支出责任（PPP、政府购买服务、棚改配套融资）、拖欠工程款、社保欠缴、担保代偿等“或有负债”

★ 充分考虑利息压力：

利息规模、利息覆盖率、利息支出占财政收入比重……

明确各类型债务期限、利率、偿还方式

完善资产与债务相匹配的可持续管理机制，增强政府债务治理能力

“开前门、堵后门” 并重

✓ 合理扩大法定债务“前门”

✓ 遏制隐性债务“后门”

- 建立多部门联合核查机制，对违法违规融资“零容忍”

构建全生命周期债务管理体系

✓ 借：合理扩张，强化财政承受能力评估

✓ 用：优化债务结构和投向，推动资金形成具备稳定收益和变现能力的优质资产，夯实偿债基础

✓ 管：健全全口径债务管理，建立资产债务台账动态更新机制，实时跟踪并加强风险评估和预警

✓ 还：完善偿债保障机制，拓宽存量资产盘活处置渠道、确保稳定偿债现金流，建立债务清算与资产处置联动机制

完善信息披露、考核与问责机制

✓ 加强全口径信息披露（财政、债务等）

✓ 将债务管理成效特别是资产债务匹配度和风险防控情况，纳入政府绩效考核体系，建立终身问责和倒查机制

加速推进地方债务立法进程

- ✓ 2023年9月十四届全国人大常委会立法规划将“规范政府债务”列入“立法条件尚不完全具备、需要继续研究论证的立法项目”

强化专项债全流程管理，提高效率

最终需要回归制度设计初衷

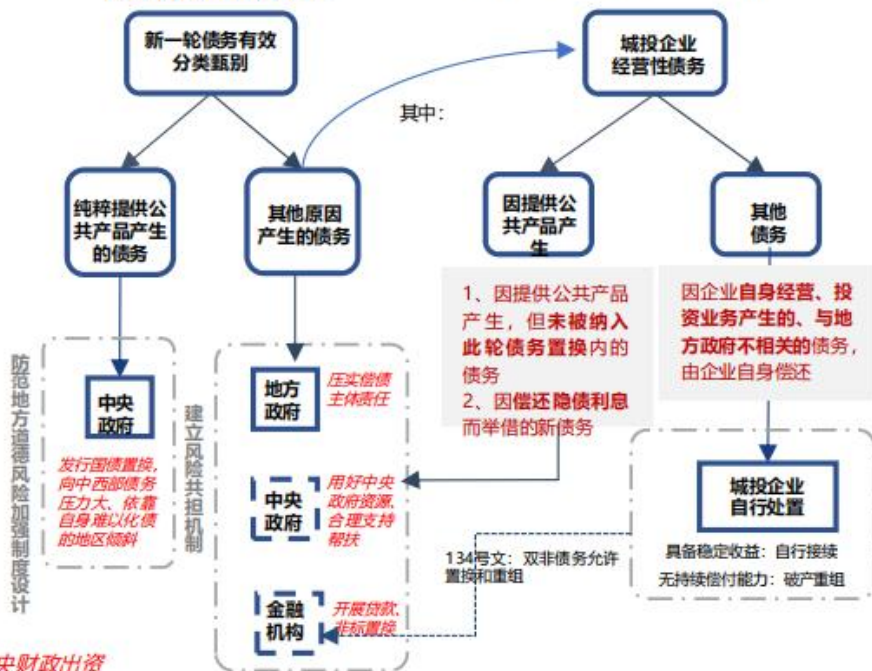
- 优化用途管理，更加注重投向的质量和综合效益，避免盲目投资、低效无效投资、重复建设
- 限额分配需与实际需求更加匹配
- 探索资本金领域“负面清单”管理
- 进一步扩大“自审自发”试点
-

结合流动性压力做好化债资源配置与节奏安排，分类解决债务中的“冰山问题”

◆ 债务“冰山问题”需坚持分类处置

对于不同类型债务要分类解决，选择最合适的化债方式

分类处置城投企业经营性债务



探索由中央财政出资成立公共投资公司，收购央地共同参与项目中的中央承担部分，保障中央足额出资，缓解地方财政压力。

统筹运用多种资源，加大对清理政府拖欠款的支持

用好新增地方政府专项债等政策，推动国有企业带头解开“连环套”，建立健全清理和防止拖欠账款长效机制，完善政府诚信履约机制，提高政府部门和国有企业拖欠失信成本。

——“十五五”辅导读本中《充分激发各类经营主体活力》

◆ 有序推进本轮化债，加强财政、金融等资源统筹，优化调整化债政策力度和节奏

1. 财政化债仍是首选途径、用好地方政府债券

✓ 发好用好置换类地方债

- 优化发行节奏：加快推进本轮债务置换，靠前发力
- 提升资金效率：精准分配、全流程跟踪、完善信息披露与考核

✓ 探索设立“财政+基金/银行/国企”应急周转金

- 河南、陕西、山西、甘肃、四川、重庆等地已设立

2. 积极发挥地方国资作用

✓ 国企利润上缴：提高资产收益率与利润上缴比例

✓ 上市公司股权划拨：划拨后通过分红、质押、减持等变现，缓解债务压力、提供增信

✓ 成立信保基金、化债基金

✓ 加大国有资产盘活力度

1. 合理采取租赁、出售、引入社会资本等方式
2. 肥瘦搭配打包盘活，如准公益性项目+经营性项目，存量项目运营+新建项目建设
3. 加大REITs、ABS等市场化盘活力度
4. 提高资产盘活效率，强化监督管理：开展资产集中运营管理、整合划转，确保国有资产盘活全过程公平公正

3. 在平衡好金融机构风险和地方化债的关系的前提下，稳妥推进金融化债

✓ 政策性银行、大型商业银行为主推进化债

✓ 中小金融机构结合自身情况适度参与

- 对参与化债的中小银行适当出台保护性政策，并完善资本补充机制，如细化专项债注资政策，适度放宽永续债、可转债、二级资本债等资本补充工具发行条件

✓ AMC：探索债务置换、债务重组、资产重组、债转股、资产证券化等

目前讨论较多的停息挂账 建议谨慎考虑

— 依托国企改革推进融资平台转型与功能重构，提升化债与发展的内生动力

- ◆ “十五五”规划建议：深化国资国企改革，做强做优做大国有企业和国有资本
- ◆ “十五五”辅导读本中《充分激发各类经营主体活力》：深化国资国企改革；推进国有经济布局优化和结构调整；增强国有企业核心功能、提升核心竞争力

十五五上半场：平稳退平台 做好政策衔接、避免次生风险

“150号文”限时融资平台在2027年6月末前全部退出；考虑实际执行留出余量，预计到2026年底将有超九成平台完成退出，需做好收尾阶段政策衔接，避免次生风险

- ✓ 研究实施差异化政策，针对债务负担重、财力薄弱的弱区域适当提供引导与支持
- ✓ 细化“退平台”过渡期监管，建立健全“退平台”后金融债务接续偿还监督管理机制、逃废债惩戒机制，压实地方政府对“退平台”主体风险跟踪监测责任
- ✓ 各监管部门建立协同机制，制定全国统一、清晰明确的退平台标准和认定程序，退出流程公开透明化，如建立统一的退出审核、信息披露系统，建立常态化政企沟通机制，防止企业预期错位、无所适从

结合国资国企改革，有序推进城投企业改革转型与功能重构

传统意义上的
地方投融资平台



政策意义上的“退平台”

2027年6月后全部投融资平台退出，剥离融资功能，但难以真正具备自我造血能力



真正转型为市场化主体

产投平台
创投平台
国有资本运作平台
城市综合运营服务商……



明确国有资本重点投资领域和方向

- 向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域**集中**
- 向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等**集中**
- 向前瞻性战略性新兴产业**集中**

加强战略性、专业化重组

- 强化功能使命、提升规模效益，**加大力度合并“同类项”**，避免重复建设和无序竞争
- 推进科技创新、产业创新，推动科技领军企业**加强创新资源整合和一体化配置**，集聚创新要素、形成创新合力
- 加强产业链上下游纵向资源整合和合作，共同向价值链高端迈进；推动国有企业打造**原创技术策源地和现代产业链链长**

健全市场化机制、完善企业管理

- 推动大型企业结合实际**实施扁平化改造，不断压缩管理层级、缩短决策链条**，加快数字化转型、智能化升级，提升对市场环境变化和产业发展趋势的敏锐度，充分挖掘“人才效益”，**大力推动效率革命**
- 深化企业内部三项制度改革（**劳动制度、人事制度、分配制度**）

政企关系转变？新旧业务衔接？存量债务化解？

两大转变：政企关系、业务模式

三类定位：城市综合运营服务商、国有资本运营商、产业引导者

深化国企改革、加强内外协调、理顺政企关系、提供转型资源、放开融资限制、设置转型风险监测期

5 中长期通过持续改革释放制度红利，强化内需驱动战略

1 加快构建统一大市场，打通制约内循环的堵点

加快要素市场化改革，进一步优化要素和资源价格形成机制，充分发挥市场的主导作用，统筹好有效市场和有为政府的关系，落实落细《全国统一大市场建设指引》。

在商品贸易受到扰动的背景下，可进一步发挥服务业在贸易市场的稳定作用。适当放宽外资、民企在部分服务消费领域的市场准入，如健康养老领域，既能补充国内服务领域的供给短板，也能平缓关税对外贸的波动

整合各方资源，强化协同效应。各部门在制定政策时，应加强沟通与协调，确保政策的连贯性和一致性，建立高效顺畅的协同合作机制，提高执法效率与效果

2 深化所有制改革，激发民营经济活力

✓ 有序放宽服务业准入限制

- 对不涉及国家安全、社会稳定，可以依靠市场充分竞争提升供给质量的服务业行业领域逐步取消准入限制
- 清理不合理的服务业经营主体准入限制，加快破除跨地区经营行政壁垒，放宽服务业经营主体从事经营活动的资质、股权比例、注册资金、从业人员、营业场所、经营范围等要求

✓ 扎实落实《民营经济促进法》

- 解决民营企业债务拖欠问题
- 防止和纠正利用行政、刑事手段干预经济纠纷
- 切实依法保护企业家的合法权益

3 加快推动财税体制改革等标志性改革举措落地

金融危机后地方考核目标更加多元复杂、事权有增无减，近年来地方财政收支压力加大，债务可持续难度进一步上升

支出端

理顺央地关系理顺，
减轻地方事权责任

收入端

VS 完善地方税、直接税体系，
增加地方自主财力

- ✓ 深化零基预算改革，加强预算绩效管理，提升财政资源配置和资金使用效率
- ✓ 完善地方税、直接税体系，研究同新业态相适应的税收制度，增加地方自主财力
- ✓ 继续深化事权责任改革，适当加强中央事权、提高中央财政支出比重，并继续完善财政转移支付体系
- ✓ 推进省以下财税体制改革，提升市县财政保障能力

4 重塑激励约束机制

严管厚爱结合、激励约束并重——中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议

“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年底中央经济工作会议

“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》

6 对外积极扩大朋友圈，推动产品走出去和企业走出去并重

- » 积极扩大朋友圈，拓展多元化市场，深化与“一带一路”国家、RCEP成员国、欧盟的贸易合作，稳步扩大制度型开放，积极参与全球经济治理体系改革。
- » 出海是缓解国内供需矛盾、积极应对国际环境变化的重要举措；同时也有利于增加当地就业机会、提升当地收入水平，进而促进其消费，助力出海目的地国家经济的增长，为全球经济增长贡献力量

积极扩大朋友圈，免签名单进一步扩大

截至2025年年底，中国已对76个国家实行单方面免签或全面互免签证、55国实行过境免签，免签朋友圈有望加速扩容



2023年11月，外交部宣布中国对法、德等6国试行单方面免签政策的通知

2024年12月25日，日本外相岩屋毅访问北京，提及针对中国公民签证的放宽措施。包括设立有效期10年的旅游签证等、团队旅行签证的可停留天数从15天延长至30天等

加强与非美国国家经贸合作

- 维护多边贸易体制要求，在金砖国家、G20 等框架下，坚定反对一切形式的单边主义和保护主义，积极参与世贸组织改革，推动争端解决机制恢复正常运转，促进贸易自由化便利化
- 推动高质量共建“一带一路”走深走实，发展壮大金砖合作机制，维护与出海目标国的良好合作关系；
- 积极开拓新兴市场，持续同拉美、非洲、中亚五国、中东欧等加强经贸合作

华为等通讯产品、海尔等家电产品积极开拓海外市场



吉利、徐工等企业近年来在海外设立生产基地



推动产品走出去与企业走出去并重，协同共进
打造国际市场竞争新优势

■ 小结

“保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，敢于斗争、善于斗争，勇于面对风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验，以历史主动精神克难关、战风险、迎挑战，集中力量办好自己的事，续写经济快速发展和社会长期稳定两大奇迹新篇章。”

——《二十届四中全会公报》





CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



聚焦“稳中求进、寻找新均衡的中国经济”，

CMF月度报告发布

1月21日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2026年1月）（总第82期）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“稳中求进、寻找新均衡的中国经济”，来自学界、企业界的知名经济学家**毛振华、闪辉、李湛、程实、明明、袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中诚信国际研究院院长、中国宏观经济论坛主要成员**袁海霞**博士代表论坛发布 CMF 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、2025年回顾：承压与重构下的平稳收官
- 二、问题与挑战：寻求新均衡进程中的六重约束
- 三、2026年展望：稳中有进、在承压蓄力中开新局
- 四、实现2026年经济发展目标的政策建议

2025年，在多重结构性、周期性与趋势性问题交织，以及特朗普第二任期外部环境不确定性、复杂性显著上升的严峻挑战下，我国经济仍实现了5%左右的增长目标（已连续三年增速在5%及以上），经济总量历史性突破140万亿元，实现这一成绩来之不易，这背后不仅体现出中国经济应对外部冲击的强大韧性，也印证了过去一年宏观政策在应对内外环境变化时所具备的前瞻性与有效性。在“十五五”即将开局的2026年，面对依然复杂的内外形势，探究宏观政策应如何积极发力，以稳住经济下行压力、释放经济增长潜力尤为重要。

一、2025年回顾：承压与重构下的平稳收官

2025年作为“十四五”收官之年，在下半年经济压力逐渐增大的背景下，全年经济呈现“前高后低”的运行特征，守住了5%的增速目标。从增长贡献看，2025年最终消费对GDP增长的贡献过半（52%），较去年末显著提升7.5个百分点，体现出今年提振消费、扩大内需作为今年首要工作内容已取得阶段性成果，但与过去历史水平，尤其是疫情前60%左右的均值水平相比仍有提升空间。此外，外需仍然强劲，净出口对GDP的贡献已连续两年超过30%，但投资走弱的背景下资本形成贡献较去年下降近10个百分点，处于近20年的低位水平。从全年经济运行的特点来看，各经济部门表现大致呈现以下五点特征：

其一，名义增速与实际增速背离，微观感受温差已持续三年。虽然以实际GDP衡量的经济增长达到5%，但今年名义GDP增速仅为4.0%，为2000年以来（除2020特殊时期）最低水平，GDP平减指数累计同比已连续11个季度为负。从收入这一直接影响居民体感的指标来看，2025年全年居民人均可支配收入增速下滑斜率明显放缓，但与2023年6月增速高点仍有1.2个百分点的缺口；而居民可支配收入的中位数，这一更能体现居民整体消费水平的指标较去年下滑0.7个百分点至4.4%，创2022年下半年以来的新低，居民尤其是处于中低收入水平的居民消费能力仍受制约。从盈利能力这一直接影响企业体感的指标看，今年工业企业利润增速波动回升，但仍在0%徘徊，“增收不增利”的现象仍然存在。

其二，全年延续“供强需弱”的格局，生产端“新旧分化”特征显著。2023年以来我国经济结构性失衡的问题持续存在，2025年工业增加值同比增长5.9%，为近四年新高，结构上看“新旧分化特征”明显，装备制造业、高技术制造业生产维持10%左右的高增长，明显高于采矿、轻工制造业等传统行业。但需求端修复较慢，7月以来需求端回落更加显著。其中，外需仍然是三大需求中相对具有韧性的一项。即便在中美博弈的扰动下出口增速波动较大，但全年出口累计增速维持在5.5%左右的水平，超出年初市场的一致预期，“抢出口”已从过去的短期现象演变成一种常态化的经济现象，这也充分地体现出我国作为制造业大国的产业链韧性和出口优势。从贸易结构来看，2018年以来我国对新兴市场的出口持续偏强，逐渐成为我国出口的主要支撑。消费方面，在政策退坡、效果趋弱和高基数的多重影响下，商品补贴对消费的刺激弹性逐渐下降，下半年社零增速逐月回落，全年同比增长3.7%，仅较去年全年温和修复0.2个百分点。服务消费虽然保持5%以上的增长，但仍然没有恢复至疫情前的常态增长趋势。从各能级城市社零表现看，除北京外核心一线城市的消费均有回暖，但社零增速整体仍落后于三四线城市，消费降级的特征仍然存在。投资方面，全年固定资产投资下滑3.8%，为2020年特殊时期外首次转负，除房

地产持续调整外，今年在政府债券使用偏慢、效率偏低、化债等因素的影响下基建投资跌幅创历史新高，基建在过去稳增长时期的托底作用没有充分显现。但从资本形成的角度看，2025年资本形成对 GDP 的拉动仍高于2022年，且仅较年中高点温和下降0.5个百分点，考虑到其不计入土地购置费的同时纳入无形资产投资的统计，其投资对经济产出的影响相对可控，但投资下行压力仍不容忽视。

其三，价格边际企稳但整体仍低迷，顺利渡过“缓冲期”仍受供强需弱等因素制约。伴随“反内卷”政策效应显现，四季度以来 PPI 环比首次连续转正，CPI 同比也连续三月正增长，我国物价水平出现边际回暖的迹象，但整体仍处于低位运行。从资产价格的表现来看，虽然房地产、股票价格的快速下行的趋势得到缓解，A 股也迎来一轮较强的牛市行情，但在居民财产中占比更大的房地产价格仍处于下行通道。

其四，就业尤其是青年就业承压仍较大，城市就业机会减少加剧“返乡潮”，外出劳动力流动范围缩窄。当前就业市场呈现“总量压力与结构失衡共存”的特征，青年就业尤为承压，主要原因包括劳动力市场供需失衡、产业转型阵痛劳动力技能错位等。近年来在经济下行压力加大的背景下，城乡二元结构出现进一步固化的迹象，农民工在城市的基本保障体系存在短板，且一旦遭遇失业冲击，只能被迫返乡。根据国家统计局发布的2024年农民工监测调查报告显示，跨省外出农民工比例已从10年前的46.8%，降至2024年的38.3%，十年间下降了近10个百分点。

其五，由政府债支撑的社融回升与信贷走弱背离，实体融资需求仍较弱。2024年9月推出“一揽子增量政策”以来，社融增速总体呈现趋势性上行，2025年社融存量增速为8.3%，但剔除政府债融资后的社融存量增速持续处于6%的低位水平。与此同时，更能代表经济内生动能的信贷增速仍没有摆脱自2023年二季度开启的下行趋势，截止2025年底，金融机构人民币贷款余额同比为6.4%，较2024年底下降1.2个百分点，实体融资需求较弱。今年 M1 与 M2剪刀差收窄主要受去年停止手工补息的低基数影响，资金活化程度仍有待改善。

回顾2025年，从年初 DeepSeek 引领的技术变革，到全球关税博弈的持续升级，再到“反内卷”治理的实质性落地等，中国经济在宏观叙事、贸易结构及增长动力等方面出现了许多边际变化，这些变化逐渐成为影响今年乃至十五五时期的长期因素。**其一体现在科技创新驱动下的宏观叙事重构。**中国在科技创新上的进步改变了我国过去围绕房

地产周期调整、资产负债表衰退阐述经济增长的逻辑，科技创新正逐步作为经济增长核心引擎承担起“走出周期底部”的希望，中国资产迎来重估的同时，也间接推动了微观主体资产负债表的边际修复；**其二体现在新旧动能转型提速。**“十五五”规划建议稿首次房地产将归入“保障和改善民生”板块，与就业、教育、社保等民生核心领域并列，更加重视房地产的民生属性；而新动能持续蓄势，对经济增长贡献走强的同时，今年“反内卷”治理的实质性落地也标志着新兴产业发展模式从低效竞争向创新竞合转型；**其三体现在新兴市场工业化进程中的出口韧性重构。**今年在通过东南亚、拉美等国转口贸易的路径遭遇封堵的背景下，我国对东盟、非洲、拉美、中东亚洲国家的出口份额较去年仍在持续抬升。细拆我国对新兴国家的出口，体量较大、增速较快的商品主要是高附加值的资本品和中间品。其中，船舶、车辆及零部件、肥料、机械器具和电气设备的出口增速均在20%以上，这意味着我国对新兴市场工业化的嵌入程度进一步加深，新兴国家工业化或成为我国出口的主要承托。

二、问题与挑战：寻求新均衡进程中的六重约束

经济向新发展阶段转变的过程中，仍然面临着全球经济环境变化以及过去传统路径依赖所形成的老问题。

第一，全球经济增长中枢下降，大国博弈和非美贸易摩擦仍对出口带来扰动，长期维度看，全球产业链加速重构、地缘冲突对我国产业和经济的影响更加深刻。从全球经济增长的长期发展趋势看，2020年以来乃至“十五五”时期，全球经济增长中枢总体呈现下降趋势。近期 IMF 更新2026年全球经济增长预测为3.3%，较去年10月预测值上调0.2个百分点，对2027年经济增速预测为3.2%，在全球产业重构加剧、地缘政治冲突愈加频繁的背景下，全球经济增长仍面临较大的不确定性，或仍对我国出口造成扰动。**聚焦中美博弈进程**，历史经验表明，世界第二大经济体的经济规模达到第一大经济体的某一水平时双方的竞争将趋向激烈（日美、中美贸易战爆发时，日本、中国的 GDP 均约为美国的2/3），按照未来中国名义 GDP 增速4.5%、美国名义 GDP 增速2%进行粗略计算，至2043年中国 GDP 规模将超过美国，这意味着从现在到本世纪中叶，中美博弈将是常态。目前中美在科技、军事、政治等领域的竞争只增不减，对我国的影响远超双边贸易范畴，近期泰国、墨西哥、印度纷纷宣布2026年的关税措施，我国经济面临的外部风险仍存在很

大不确定性，在全球产业链加速重构的背景下，需高度关注我国产业链安全，警惕“产业空心化”。

第二，有效需求不足仍是“十五五”时期制约内循环的核心堵点。国际经验表明，可持续的内需驱动，特别是消费驱动，是经济体成功跨越中等收入陷阱的关键。2024年我国人均国民收入（GNI）为1.37万美元，根据世界银行基于2024年各国 GNI 数据的最新标准，我国已处于中等收入偏上型经济体，离高收入经济体1.48万美元的门槛越来越近，“十五五”或处于我国能否跨越中等收入陷阱的关键时期。但我国居民消费率长期处于较低水平，2024年我国居民消费率为39.9%，而主要发达经济体普遍在50%以上；从消费结构来看，近年来我国消费升级的需求越来越迫切，但产品与服务供需错配的现象凸显，高品质和“一老一小”消费供给相对不足，也成为当下制约居民消费修复的重要原因。

第三，当前微观主体的行为未走出“后疫情”范式。从居民行为来看，近年来，在收入和就业预期偏弱、谨慎性动机增强等影响下，居民预防性储蓄趋于常态化。疫情以来居民每年新增储蓄仍然较大，2023年、2024年和2025年居民新增储蓄分别为16.7、14.3、14.6万亿，过去我们认为这是超额储蓄，但实质上其实是预防性储蓄，由于预防性储蓄受制于预期和信心的修复，其相对于超额储蓄更难以转化。**从企业行为来看**，近年来企业行为函数从过去的利润最大化转向风险最小化，企业投资意愿偏低的情况仍未明显好转。2025年以中长期贷款为主的自发融资延续偏弱运行，民间投资占固定资产投资的比重已经下滑至50%以下的历史低位。这一方面源于近年来资产回报率持续下行、有效益的投资减少，企业缺少优质项目；另一方面也源于企业盈利下滑，同时拖欠问题进一步挤占企业现金流。

第四，政府债务规模持续增加，付息压力不断上升，更多体现为流动性风险和结构性风险。在全球经济复苏面临多重挑战的背景下，债务问题已成为当下各国亟需解决的共同议题。2024年底公共债务规模占全球 GDP 的92%左右，已达近30年来峰值（除2020年），新兴国家公共债务占 GDP 的比重增幅显著大于发达国家。在全球债务浪潮下，伴随我国财政的积极发力和地方化债的深入推进，我国政府债务规模持续增加，2025年我国债务规模增长到103.7万亿的高位水平，虽然地方债务风险阶段性缓释，但结构性和区域性问题较为突出，尤其是政府债务付息支出规模不断上升，结构性付息压力持续加大，

2025年考虑地方政府债券、城投有息债务后的地方债务付息占广义财政收入比重或达28.9%，高于2024年1.9个百分点，广西、四川、重庆三省付息占税收比重超100%。此外，在一揽子化债深入推进下，我国地方债务的尾部风险得到阶段性缓释，但据统计，2013年以来国有企业的资产负债规模增长近四倍，其总资产收益率 ROA 要明显低于规模以上的工业企业平均水平，城投经营性债务、政府拖欠款、债务效率等问题仍然需要重点关注。

第五，新旧动能转换伴随经济下行压力与财政、就业缺口，新动能持续蓄势但暂难完全补位。从国际经验看，房地产仍是全球各国经济的重要支柱。根据 OECD 和各国官方数据，美国房地产业增加值占 GDP 比重常年稳定在12%以上，2024年达12.6%；2020年日本为12.1%，英国甚至高达13.1%，这些发达国家即便经历多次危机，房地产的支柱地位从未动摇。当前我国房地产占居民财富的60%，相关税收以及土地出让收入贡献占地方财政三本预算近40%，行业增加值占 GDP 的比重在10%-15%之间，同时也贡献了大量的就业，其对我国经济的影响仍不容忽视。相较而言，近年来我国高技术制造业和服务业产出持续抬升，2023年高技术制造业和服务业的合计产出贡献虽提升至19.5%，但距离真正“挑大梁”仍有提升空间。从更深层的社会经济贡献看，由于高技术产业往往处于成长期，且享受一定税收优惠，本质上属于财政收入的“慢钱”，且为资本与技术密集型，高技术产业的税收和就业贡献暂难完全补位房地产的贡献。与此同时，我国新动能的发展仍然偏慢研发支出占比较低、基础研究相对薄弱的问题，关键环节受制于人的现象仍然存在。

第六，未富先老压力下，民生和社会保障短板日益突出。根据最新数据，2023年我国65岁以上老年人口抚养比为20.7%，意味着每名老年人需要约5名劳动人口来进行抚养，而我国人均 GDP 要明显低于处于同等抚养比的国家，如韩国（25.9%）、爱尔兰（23.7%）、智利（19.8%），倘若人口仍处于较低自然增长率继续下滑，可以预期未来我国社会面临的养老保障经济压力会持续扩大，对养老金体系、医疗资源、养老服务提出更严峻、更迫切的挑战。当前我国民生和社会保障的短板仍然存在，比如在城乡二元结构下，仍有大量进城务工的农民工群体难以市民化，目前我国常住人口城镇化率接近70%，但核心一线城市的非户籍灵活就业人员在就业、教育、住房待遇上仍然相对落后，以户籍人口衡量的城镇化率仅有48.3%。

三、2026年展望：稳中有进、在承压蓄力中开新局

2026年是“十五五”开局之年，也是在经历了2025年深度重构后，寻求“新均衡”的关键节点。短期来看，我国修复仍面临较大压力，消费品以旧换新、设备更新改造等需求逐渐饱和，“反内卷”治理对投资的掣肘延续，有效需求不足的核心症结仍存。但从中长期来看，我国新型城镇化的推进仍有较大需求空间，新市民释放的住房、教育、医疗、就业等其他公共服务的需求，仍能作为2026年以及“十五五”时期完成增长目标的核心支撑。中性情形下，**预计全年GDP增速在4.8%左右，一二三四季度的增速分别为4.6%、4.8%、4.9%、4.9%。具体来看：**

生产仍然偏强，供强需弱的格局或将延续。考虑到2026年重大项目及早落地带动生产、新兴市场对资本品的出口需求支撑，预计明年工业生产仍将维持韧性，2026年工业增加值增长5.5%左右。同时，11月国常会细化有关“增强供需适配性”部署，年底中央经济工作会再次强调“扩大优质商品和服务供给”，明年服务消费的供给或是政策支持重点，预计2025年服务业生产指数同比增长5.6%，第三产业增加值或在5.4%左右。

美国对华贸易“战术性”缓和，出口虽然有基数压力，但仍存在多重韧性支撑。2026年为美国中期选举年，特朗普的精力将向国内问题集中，中美贸易摩擦存在“战术性”缓和的空间。明年我国出口虽然有基数压力，但对美出口或边际改善，与此同时，考虑到部分新兴市场国家正处于快速工业化阶段，我国对一带一路沿线、非洲等新兴国家中间品出口仍有较大空间，预计明年出口增速仍维持4.5%的增长。

投资大概率止跌回稳，基建与新兴产业投资是主要拉动项，房地产或仍是主要拖累。近期发改委下达2026年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划2950亿元，开局之年或将加快各类资金拨付和使用节奏，重大项目或将及早落地形成支撑，预计明年投资增速将温和回升至2%，狭义基建增速回升至8%，继续发挥逆周期调节的托底作用。此外，在“加紧培育壮大新动能”要求下，新型政策性金融工具覆盖领域也逐渐向新兴产业倾斜，叠加国家创业投资引导基金启动，将进一步撬动科技创新投资，在反内卷治理对制造业投资仍有压制的前提下，结构上高技术产业投资仍具备韧性，制造业投资预计总体仍能实现4%的增长。**对房地产而言**，年底全国住房城乡建设工作会议强调“城市政府要用足用好房地产调控自主权”，预计需求端政策更多仍是地方层面的调整。当前

房地产市场仍处于去库阶段，2026年在严控新增要求下地产投资仍有下滑压力，由于2025年房地产投资基数较低，明年地产投资存在边际改善的空间，预计降幅进一步收窄至10%。

消费或维持弱修复，预计全年社零或与去年基本持平，结构上国补商品消费受动能减弱和基数的双重约束，服务消费或是明年增长的亮点。从商品消费看，2026年新一轮国补第一批资金规模较去年有所缩量，对传统家电、汽车品类的存量支持力度“做减法”，且更侧重和产业引导以及供需适配、公共服务补短板等结构调整功能，考虑到政策效应边际递减，今年以旧换新对商品消费的拉动或不及去年，而居民内生消费的回暖仍然取决于收入预期的实质性改善，虽然中央经济工作会提出今年要“制定实施城乡居民增收计划”，但推动居民收入和信心回升是一项中长期的系统工程，需要更多的耐心。结构上服务消费或是明年消费的亮点，当前我国消费结构正处于向服务消费主导转型的关键时期，在“十五五”规划提升“消费率”、带薪错峰休假、增强消费品供需适配性等政策方向的指引下，明年可能会有提振服务消费具体部署落地。

反内卷的治理效果将持续显现，PPI 和 CPI 或实现温和修复。明年“反内卷”治理的影响或将持续显现，尤其是新兴产业“反内卷”进展加快，对于核心领域的价格仍有支撑，但反内卷不可避免对投资端形成压制，长周期角度看，制造业投资下行未必是坏事，投资下行意味着供给出清，是企业库存去化、化解产能过剩的必经之路。结合大宗商品以及反内卷相关行业价格走势，我们预计明年上半年 PPI 仍将保持较在-1.8%左右的水平，下半年随着翘尾因素的减弱，PPI 将会进一步回升至-1%-0.5%左右的水平，CPI 大约实现0.5%左右的增长。

四、实现2026年经济发展目标的政策建议

结合中央经济工作会对宏观政策的定调，“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”，2026年我国宏观政策仍要保持定力，财政和货币发挥更加积极的作用，有效引导市场预期。

其一，财政政策方面，考虑到在需求不足的经济背景下，财政政策的效果大于货币政策，且起效较快，有必要发挥承托作用，且“十五五”开局之年重大项目落地所需的资金需求更大，2026年需进一步加大财政力度。**建议2026年赤字率保持在4%以上水平，**

广义财政支出规模或达15万亿左右，较去年增加超1万亿。具体来看，促内需依然是明年经济工作的重中之重，特别国债规模可与去年持平、继续发行1.8万亿，加力支持“两重”“两新”工作；此外，新增专项债额度可小幅上升0.7万亿至5.1万亿，弥补去年减少的用于基建项目的额度，并继续支持化债、“清欠”等，满足用途进一步拓宽的需求，若再考虑用于置换存量隐性债务的2万亿置换额度，2026年新增政府债务总规模可上升至14.8-15.5万亿，进一步发挥财政政策稳增长、扩内需、惠民生的重要作用。**财政支出结构上**，要以“十五五”规划新阶段为契机，优化财政支出结构、提高支出效率，伴随投资结构由“投资于物”为主转向“投资于人”和“投资于物”并重，我国财政支出结构也要逐渐从建设型财政向民生型财政转型。一方面政府投资需保持必要的支出强度与节奏，要压缩“政策出台-资金下达-项目开工”时滞，发挥政府投资“压舱石”作用；另一方面，建议创新资金运用方式，用好政府投资基金、引导基金和产业投资基金，加强财政货币协同的同时，撬动民间与社会资本。

货币政策方面，延续适度宽松，维持低利率环境，做好流动性管理。2025年12月中央经济工作会议强调要“继续实施适度宽松的货币政策，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”，整体延续宽松的政策基调。截止目前，央行对中央经济工作会的部署已陆续落实，包括下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，优化结构性货币政策工具的使用额度和使用范围，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。**2026年仍有进一步降准降息的必要**，一是考虑到价格制约下，以金融机构贷款平均利率-GDP平减指数衡量的实际利率4.2%仍然偏高；二是从上市公司盈利角度看，目前上市公司的资产回报率（2.1%）仍然无法覆盖其面临的实际利率，可能对企业的投资意愿形成制约；三是维持低利率的宏观环境也有利于我国债务可持续性发展。建议2026年年内安排1次降息、1-2次降准，同时灵活开展如国债买卖、买断式逆回购、质押式逆回购、MLF等维持流动性充裕。专项再贷款等结构性工具需进一步扩围加力，继续加大对消费、科技、绿色、养老等重点领域支持力度，与财政政策形成合力，符合货币财政协同配合的要求。

其二，要全方位扩大内需，“真金白银”增强居民和企业的获得感。提振消费在扩大内需中应占据主要地位，简而言之，就是需要让居民“有钱花”、“敢花”、“愿意花”。让居民“有钱花”，首要在于持续发展经济。通过“做大蛋糕”创造更多财富与就业。同时深化收入分配改革，提高居民收入在初次分配与可支配收入中的占比，并通

过个税优化等政策释放消费潜力。让居民“敢花”，重点在于解决居民的后顾之忧。建议完善社保体系，取消灵活就业人员参保户籍限制，推进医保、失业、工伤保险省级统筹，缩小待遇差距。此外，应扩大服务业开放，健全消费纠纷解决机制，推动行业标准化，增强消费信心。让居民“愿意花”，需要从增加居民闲暇时间入手。当前中国城镇工作时长偏高，而发达国家普遍较低，考虑推动职工法定休假应休尽休，搭配推行中小学春假制度，通过释放闲暇时间来发挥假日经济对消费的拉动作用。此外，当前人民对美好生活的向往总体上已经从“有没有”转向“好不好”，要推动从“有供给”向“优供给”转型，满足多样化需求的同时发挥供给创造需求的作用。中长期通过推动以人为本新型城镇化建设、促进公共服务均等化，释放“新市民”需求。

其三，房地产的发展要平衡好地方发展、土地供给与房地产市场的关系，同时从供需两端入手，解决供需结构错配问题。从短期供求关系看，一线和新一线城市有望完成“止跌回稳”目标，但大部分城市仍将面临房价下跌压力，复苏分化是一个新常态，建议后续政策从房地产供需两端协同入手。在需求端，顺应当前家庭小型化、多样化趋势以及居民对“好房子”的改善性诉求，除全面取消购房限制性政策外，应重点聚焦新市民安家、年轻群体独立居住等尚未得到充分满足的现实需求，通过政策引导释放多样化购房动力。在供给端，完善“商品房+保障房”的双轨体系，重点在于优化保障房供给与土地资源配置。一方面，落实全国住房城乡建设工作会议“推进收购存量商品房、优化和精准实施保障性住房供应”的部署，侧重优化增量、盘活存量，调整保障房供给的规模、方式与结构；另一方面，要平衡好地方发展、土地供给与房地产市场的关系，建议完善“人房地钱”挂钩政策，遵循合理化、市场化原则，优化土地资源配置，科学合理把握土地供应节奏、结构。

其四，构建同高质量发展相适应的债务管理长效机制，优化债务结构、提升债务使用效率。首先要建立完善政府资产负债表，构建“资产-债务”可持续管理机制。资产端“应入尽入”，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理，解决资产“底数不清”顽疾；负债端“全口径”覆盖，除显性债务外，将隐性债务、国企债务等均纳入管理，并梳理政府中长期支出责任、拖欠工程款等“或有负债”，明确各类债务期限、利率、偿还方式。同时完善资产与债务相匹配的可持续管理机制，如探索构建符合实际情况的“资产负债率”分档标准及硬约束，定期分析资产与负债的期限结构、收益与成本的匹配情况等，增强政府债务治理能力。在此基础上，结合流动

性压力做好化债资源配置与节奏安排，分类解决债务中的“冰山问题”。对于纯粹提供公共产品产生的债务，以长期国债的形式置换，并通过制度设计防止地方政府道德风险；对于其他原因产生的债务，需在压实地方政府化债主体责任的前提下，寻求建立央地间风险共担机制，加强财政、金融等资源统筹，优化调整化债政策力度和节奏。财政化债仍是首选，需优化置换类地方债发行节奏、提升资金使用效率；进一步发挥地方国资作用，加大“三资”盘活力度、提高资产收益率与利润上缴比例等；在平衡好金融机构风险和地方化债关系的前提下，继续以政策性银行、国有大行银行为主推进金融化债。最后，要依托国企改革推进融资平台转型与功能重构，提升化债与发展的内生动力。当前最主要的是要做好“退平台”政策衔接，避免次生风险，防止出现“一退即死”及“再次平台化”问题。要研究实施差异化政策，针对债务负担重、财力薄弱的弱区域适当提供引导与支持，并细化过渡期监管，压实对“退平台”主体的风险跟踪监测责任，建立健全金融债务接续偿还机制等。

其五，中长期则通过持续改革释放制度红利，重点聚焦经济体制改革、财税体制改革和全国统一大市场建设，包括扎实落实《民营经济促进法》、推进零基预算改革、完善地方税等改革举措，进一步强化内需驱动战略，释放发展潜力。尤其是要重塑激励约束机制，释放微观主体活力。早在2024年底中央经济工作会通稿中就提到“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”，“十五五”建议稿再度提及“严管厚爱结合、激励约束并重”，核心是通过优化正向激励、完善统计，财税、考核制度等具体措施，解决“政府应该如何积极作为”的问题。建议重点优化地方的考核统计制度，加快推动财税体制改革，优化企业营商环境，为微观主体“减负松绑”。

其六，对外要积极扩大朋友圈，稳步扩大制度型开放，积极参与全球经济治理体系改革的同时，推动产品走出去和企业走出去并重，以应对国际环境的复杂变化。

总体来讲，2026年是重压前行、在变局中开新局的一年，随着宏观政策协同配合积极发力，重大项目、治理与改革举措相继落地，2026年经济实现“量稳质增”仍值得期待。

论坛第二单元，结合CMF宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“稳中求进、寻找新均衡的中国经济”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，决策部门已对当前经济“供强需弱”的现状达成共识，要把提升国内消费需求作为“十五五”开局之年的政策重中之重。当前出口部门展现出极强韧性，已从应急性的“抢出口”转变为常态化的竞争力体现，出口仍是支撑2025年总需求的核心因素。针对国内供需失衡，单纯依靠国内市场无法消化现有产能，必须坚定不移扩大开放，通过参与国际竞争保持高质量发展，并加强经济与外交等部门的协调以稳住出口。

国内需求在投资和消费两端均面临瓶颈。在投资端，2025年出现了少见的负增长。一方面，大规模基建的历史使命基本完成，后续补短板项目的边际效益递减；另一方面，受利润下降和内卷影响，民间投资意愿不足，导致信贷扩张难以在投资领域得到正向响应。在消费端，居民“有钱不敢花”问题突出，核心原因在于资产价格下跌导致的财富效应缩水。特别是房地产价格下跌对中产阶级冲击巨大，导致消费意愿低迷。

针对如何扩大内需，一是相比于长期且难以逆转的高福利社保承诺，当前更应**重视一次性、应急性的刺激手段**，建议发放十万亿级别的消费券以短期提振消费；二是**稳房价以稳预期**，稳住房价是保护中产阶级财富及恢复消费信心的关键；三是**调整税收结构**，停止对富人和高管的税收优惠，转而向中产阶级提供税收减免；四是坚持“供给创造需求”，通过高科技发展带来新产品与新服务，从而激发新的消费动力。

高盛首席中国经济学家**闪辉**指出，过去两年中国经济呈现显著的“外需强劲、内需疲弱”特征，12月出口同比增长6.6%与房地产投资同比降幅超30%的数据印证了这一局面尚未改变。展望2026年，需将外需前景与内需预测分开审视。在外需方面，预测2026年美国经济增长将达到2.9%，显著高于市场共识。这主要得益于关税边际影响减弱、美国新法案减税措施落地以及金融状况向好。结合中国“AI+制造业”带来的竞争力提升及供应链主导权对关税风险的对冲，**预计中国出口的强势表现将延续至2027甚至2028年**。在内需方面，**预测2026年中国经济增速为4.8%**。她分析称，宏观数据与微观“体感”的温差主要源于资产结构的差异：房地产价格下跌对广泛持有房产的居民造成的财富负效应，远大于新兴产业或股市发展的正效应。针对内需恢复，建议需通过周期性政策阻断“房价—就业—收入”的负向循环，并配合结构性政策解决“内卷”等长期问题。

当前中国正处于对美贸易份额与房地产新开工规模双双“回到2000年”的历史关口。中国占美国进口比例已回落至入世前水平（低于10%），房地产新开工率也回归至2000年左右。这一趋势表明，中国经济必须在非美地区寻找出口新动能，并在国内寻找替代房地产的增长新引擎，企业出海与科技创新将是未来重塑动能的可能方向。

招商基金首席经济学家**李湛**指出，2025年中国经济虽然完成了5%的增长目标，CPI 与社融维持稳定，但总量达标的背后是结构分化的加速。高端制造与传统制造、内需与外需的分化日益明显。2026年中国经济将延续“外强内弱”的格局，科技制造正在逐步填补房地产下行留下的缺口，但短期内难以完全替代。**中美在 AI 发展上存在宏观逻辑差异**。美国是在通胀背景下进行 AI 资本开支，虽然短期拉动了 GDP 和投资，但也加剧了通胀压力；而中国则是在低通胀背景下，依靠 AI 及高科技制造业投资来对冲房地产和基建的下行。短期来看，这种“新旧动能转换”对中国更为有利，既平抑了通缩压力，又受益于全球 AI 产业链共振带来的出口需求。

对于2026年的经济展望，有三个关键点：**一是出口韧性持续**，受益于海外 AI 基础设施建设对中国优势制造业的需求，以及对“一带一路”沿线国家出口的强劲增长，外需依然是支撑经济的重要力量。**二是需警惕地方债化解带来的投资冲击**，2026年将迎来地方融资平台退出的高峰期，这对基建投资和地方经济运行构成挑战，尤其是在江苏、浙江、山东等经济大省。**三是房地产与科技的博弈**。虽然广义科技部门占 GDP 比重已大幅提升，部分对冲了房地产的下滑，但由于房地产产业链更长，科技难以在短期内完全抵消其负面影响。此外，股市上涨带来的财富效应尚不足以弥补房地产贬值造成的财富缩水，据测算，股市需上涨3%才能对冲房价下跌1%带来的财富损失。

最后，对比日本90年代的经验，中国当前的科技发展环境优于当年的日本。中国拥有更强大的资本市场支持和政策推动，且制造业出海与产业升级形成了良性循环，这使得中国有望避免陷入日本式的“有创新无增长”困境。

工银国际首席经济学家**程实**指出，刚结束的2026年中央经济工作会议提出了“五个必须”，首要任务即充分挖掘经济潜能。尽管全球经济增长进入“慢时代”，但中国经济通过需求预期修复、供给效率提升及制度红利释放，仍具备可观的增长空间。中国经济潜能主要体现在三个重要缺口的释放上：**一是需求缺口**。据学术测算，若边际消费倾向提升、服务消费占比达到全球基准、农村居民收入提速等政策目标实现，未来五年中国消费增长有望释放约25万

亿的额外潜力空间。**二是效率缺口。**2025年第三产业对经济增长贡献率已达61.4%，主力转向服务业。伴随第四次科技革命及 AI 应用场景的深度融合，全要素生产率的提升将带来从量变到质变的增长。**三是外部缺口。**基于对美国及全球外需韧性的乐观判断，中国通过推动区域经济一体化和新型全球化，将获得更多外需贡献。

针对如何挖掘潜能，程实提出了“**投资于人**”与“**投资于物**”相结合的核心战略，主张两者要做“乘法”而非简单的“加法”。投资于人核心在于完善教育、医疗、养老等社会保障体系，降低家庭部门对尾部风险的担忧，从而减弱预防性储蓄动机，释放消费潜力。投资于物在于顺应全球化、产业链及科技之变，聚焦于提升全要素生产率，实现产业结构优化。通过建设统一大市场、整治“内卷式”竞争等改革措施释放制度红利，中国经济有望进入“新质生产力主导、全要素生产率上行”的高质量发展区域。随着宏观与微观政策的共同发力，挖掘潜能的成效将在2026年逐步显现。

中信证券首席经济学家**明明**指出，2026年预计 GDP 增速仍将保持在5%左右，但**宏观经济的核心看点**在于“**价格**”的回归。2026年二三季度将出现关键拐点，届时名义 GDP 增速有望回升至实际 GDP 增速之上，标志着综合物价水平（GDP 平减指数）由负转正，这将直接带动企业盈利与居民收入的回升。**在需求端**，消费品“以旧换新”政策效果显著，2026年政策覆盖范围将进一步扩大至智能产品及 AI 眼镜等领域，推动消费温和复苏；出口方面，尽管面临全球经济衰退预期，但得益于出口区域（如东盟占比升至17%）与产品结构（高技术产品）的双重多元化，预计全年出口仍能维持4%—5%的增长。**在供给与投资端**，制造业重点在于保持比重与提升全要素生产率，当前中国全要素生产率已逐步赶超美国；房地产领域的首要任务是“去库存”，需利用保障房再贷款及专项债收储等工具消化剩余的1亿多平米库存；基建投资方面，随着重点省份化债进入尾声及政策性金融工具规模的扩大，投资空间有望进一步释放。

针对金融市场与政策走向，明明提出以下判断：国内总量政策仍有空间，预计央行将通过降准降息降低实体融资成本。**利率市场虽有波动，但整体存在下行空间**，需引导长端利率回归合理水平以支持财政与实体经济。受益于贸易顺差、资本回流及美元步入弱周期，预计**2026年人民币汇率将保持温和升值趋势**。同时，在全球央行降息预期及美国债务信用风险背景下，**黄金兼具货币与信用双重属性，仍是年度主要配置方向**。美国政府债务率高达110%—

120%，面临就业恶化与通胀居高不下的政策两难，美元指数将持续走弱，长短期利率走势或将出现剧烈分化。

从总需求的“三驾马车”视角探讨 政策发力如何改变“供强需弱”

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（2026年1月）（总第82期）上的发言

当前，不同决策部门已经基本上统一认识，决心改变“供强需弱”的现状，将提升国内消费需求作为政策的重中之重。从何副总理达沃斯论坛讲演到习总书记近期在省部级主要领导干部专题研讨班中的重要论述，最高层对于经济形势的判断也和过去学术界的讨论基本相同。在此共识下，如何有效扩大总需求，改善当前供强需弱的格局，主要是政策的制定和实施，值得进一步思考。限于篇幅，本文仅从总需求“三驾马车”传统视角进行一些分析。

一、相较内需疲软，出口在现阶段发挥核心支撑作用，需持续巩固开放成果

“抢出口”论需修正，出口韧性的背后是我国强大的适应能力和在外交及国际经贸领域的积极作为。过去几年，“抢出口”一直被视为中国出口高速增长的重要原因，但这一认知需重新审视。事实上，连续多年的出口稳健表现，已超越短期应急性的“抢出口”逻辑，用“抢出口”这一临时性因素已难以解释。我认为，出口表现持续亮眼的背后是中国外贸部门强大的适应能力和韧性，使“抢出口”从应急状态转变为稳健的常态水平。此外，也与我国在外交与国际经贸领域的主动作为密不可分，近期中国通过一系列主动的外交与经贸布局，为出口搭建更广阔的合作平台。中美关系阶段性缓和为双边经贸往来创造了有利条件，中国与欧洲、加拿大、东盟等经济体的一系列重要外交进展，进一步稳定后续国际经贸合作新框架。

在国内需求结构调整尚需时日的特定历史阶段，不能仅着眼于国内需求的“短板”，稳定出口绝非可有可无的补充，而是支撑总需求扩张、破解供强需弱格局的重要环节。回溯历史，上世纪末国内经济已基本形成供求平衡、甚至总供给略大于总需求的格局。加入WTO后，中国成功将不断扩大的供给能力与广阔的国际市场对接，叠加持续扩大对外开放带来的全球外资流入、跨国企业在华设厂，不仅快速消化了国内过剩供给，更通过技术引进、产能升级，

推动中国在制造业领域和高科技领域崛起为世界大国。国际市场是中国经济实现跨越式发展的重要依托，其重要意义不言而喻。

进入新时期，稳定出口的重要性并未减弱，反而因国内经济格局与发展目标的变化更**关键**：一方面，国内供大于需的基本格局短期难以根本改变，仅依靠国内市场难以完全消化现有供给能力，国际市场仍是疏解产能、保障产业稳定运行的重要渠道；**另一方面**，高质量发展的目标要求坚守开放合作之路。当前中国在部分科技领域已跻身世界前列，但仍有诸多领域亟待突破，而国际竞争与合作正是推动技术迭代、质量提升的核心动力。关门造车既无法实现产业升级，也难以维持高质量发展的持续性，唯有在全球竞争中锤炼核心竞争力，才能巩固并提升中国产业的全球地位。因此，必须坚定不移地扩大开放，协调好出口、外交、国防等部门，推动产品、资本、企业全方位“出海”，为总需求扩张打下坚实基础。

二、投资作为中国过去实现“错峰发展”的关键引擎正面临瓶颈，受到多重因素制约

投资作为国内需求的核心支柱，是支撑我国与西方国家实现“错峰增长”的主要动力，这与我国强大的制度特征密不可分。2008年以来，中国形成了债务-投资驱动的发展路径，通过扩大政府和国有企业债务规模集中整合社会资源，把资金重点投向基建和制造业，形成了强劲的拉动效果。当西方国家陷入经济低迷、投资收缩时，中国靠这一模式实现了“错峰增长”，不仅保持了较高增速，还形成了制造业的国际优势。当然，这一成就离不开我国政府主导的制度特征，和西方国家不同，它们受体制限制，短期政府投资干预后很快回归市场常态，而我国凭借强大的资源统筹能力和政策连续性，基建投资和制造业投资取得了长足进步，且这一时期的投资不只是简单扩大规模，更伴随我国供给能力的优化与升级。但是也要看到，投资是一把“双刃剑”，从短期来看它直接构成当期需求，但从长期来看投资形成的新产能会转化为新的供给能力，若这些新增供给缺乏对应的市场需求承接，经过周期运行后，可能会进一步加剧产能过剩、“供强需弱”的格局。

当前投资领域出现了多年未有的负增长态势，传统投资模式遭遇瓶颈。2025年9月投资增速转入负增长，2025全年固定资产投资下滑3.8%，为2020年特殊时期外首次转负，其中民营投资先于固定资产投资整体转负，目前已持续6个月负增长且降幅逐月扩大，国有控股企业投

资保持相对稳健，但也受到了一定扰动，2025年11月投资增速由正转负。即便仍有部分领域存在投资空间，但从全国整体格局来看投资增长的内生动力已有所减弱。

这一现象背后主要有以下几个原因：一是与政府主导投资的阶段性饱和以及效率边际递减有关。政府主导的投资曾是拉动经济的核心力量，但当前已进入阶段性饱和状态，部分领域甚至存在过度超前的情况，难以再维持过往的大规模扩张态势。一方面，大规模基建投资基本收官，经过多年高强度建设，高铁、机场、高速公路等“铁公基”核心基础设施的全国性布局已基本到位，后续投资多集中于网络填补等补充性项目，其规模与对经济的拉动效应，远不及此前；另一方面，部分基建项目效益偏低，一些偏远地区的基建项目地处崇山峻岭之间，人口稀少工程难度却极大，这类项目不仅建设成本高昂，更存在资金使用效率偏低的问题，且建成后还需承担后期维护成本，进一步加重财政压力。

二是受行业内卷加剧、企业利润率放缓等多重因素影响，民间投资持续低迷，投资意愿偏弱，民间投资的负增长短期难以明显改观。此前行业内卷导致市场竞争日趋白热化，部分领域产能趋于饱和，产品同质化严重，企业为争夺有限市场份额被迫压低价格，挤压了利润空间。2025年下半年随着反内卷工作持续推进，带动部分上游原材料价格上行，价格因素对企业利润的拖累减轻，但工业品价格整体仍位于低位，终端需求偏弱之下企业利润承压仍较大。此外，民间投资面临的市场准入门槛、融资约束等问题尚未完全解决，部分领域对民间资本的开放程度不足，叠加信贷资源向民营企业倾斜力度有限、融资成本相对偏高，进一步抑制了民间投资的积极性。

三是传统的“债务扩张—投资增长”循环机制受阻，尽管信贷规模与M2持续扩张，但投资领域并未出现常规的正向反馈。当前投资领域已出现明确瓶颈，这并非我们主观上不愿扩大投资，事实上近年来政府债务规模维持高位，M2也稳步提升，政策层面已在积极发力。但以往的常规逻辑出现变化，过去只要在这些方面着力，投资领域都会给出正向回应，形成“政策发力—投资跟进”的景象，而现在这种常态下的正向响应与循环关系被打破，政策发力并未在投资端获得预期反馈，这也印证了投资领域的瓶颈出现并非单纯的资金供给问题。

三、消费面临“没钱花、不敢花、不愿花”困局，社保体系仍有进一步优化空间

自2008年起，中国便开启了从“出口大国”向“消费大国”的转型探索，超大消费市场的潜力备受期待。作为拉动经济的三驾马车之一，消费近年来对我国经济的贡献显著提升，2025年最终消费支出对经济的贡献率为52%，较2008年提升了7个百分点，但与美国、日本等发达国家相比，在总需求中的支撑作用仍显薄弱，与“消费大国”的目标尚有差距。消费提振的核心是要让老百姓“有钱花、敢花钱、愿花钱”，而消费低迷的根源则在于消费能力与消费信心的缺失。

居民消费与收入水平直接相关，资产价格缩水引发负财富效应，当前高、中、低等不同收入阶层消费均面临困境。尽管近年来居民收入和居民储蓄稳步提升，但是资产价格缩水引发的“财富负效应”，对居民消费尤其是中等收入阶层居民消费影响显著。中国城镇自有住房比例超90%，房产是居民财富的核心。据测算，当前全国房价较2021年高点已经下降超过20%，部分城市下降幅度更大，尤其对2016年至2021年间房价较高时点购房的中产阶级冲击巨大，他们可能已陷入“负资产”困境，财富缩水对他们形成强烈的心理冲击，直接抑制了消费意愿。低收入阶层则面临双重压力，同时承受房价下行带来的资产焦虑，以及内卷导致的就业和收入压力，消费能力同样受限。高收入阶层虽具备较强支付能力，但在当前社会氛围下趋于低调，对整体消费拉动力有限。

民生“短板”也是制约居民消费的重要原因之一，完善的社会保障体系是提振意愿的重要支撑，但过高的社保缴纳比例易对企业经营与居民当期消费带来一定压力。当前中国社保缴纳比例在全球来看并非低位，公积金方面，企业最高需缴纳工资的12%，个人缴纳12%，合计达24%，再叠加五险一金、工会经费、残疾人保障等多项支出，企业经营成本显著增加，既挤压了企业为员工加薪的空间，也直接削弱了居民的当期可支配收入。

对于公共福利体系的构建，需立足中国作为中等收入国家的基本国情，保持冷静与审慎。一个人口规模庞大、发展阶段特殊的国家，政府公共福利的发力点与实现路径，不能简单照搬西方国家经验。既要稳步扩大福利开支、织密社会保障网，为居民消费解除后顾之忧，更要警惕部分国家过度福利化带来的效率损失与财政压力，坚守“劳动致富”的核心导向，实现个人努力与社会支持的紧密结合。福利体系建设的关键难点在于“不可逆性”，即一旦形成较高的福利开支基数，后续调整的难度极大，且庞大的福利支出需匹配稳定的资金来源，这对当前面临多重收支压力的财政体系而言是不小的挑战。因此，公共福利建设必须循序渐进、量力而行，在民生保障与经济可持续发展之间找到动态平衡，不可急于求成。

四、扩大国内需求的几点思考

一是收入分配结构的调整非朝夕之功，仍建议发放10万亿现金消费券作为短期应急措施提振消费。消费潜力的释放在于收入分配结构的优化，但这绝非短期之功。作为“集中力量办大事”的国家，不同部门收入分配占比的调整面临多重约束：一方面，国家开支基数一旦形成难以缩减，另一方面，安全压力与新形势下国家也面临各类支出压力。企业层面同样承压较大，行业内卷、利润率放缓，使得企业投资积极性不足，既无力扩大生产规模，也难以通过加薪等方式提升员工收入。面对当前的消费困局，将当期困难完全寄托于长期改革政策来解决并不合理，必须重视一次性、临时性、应急性政策的作用，实现短期刺激与长期机制的协同。“以旧换新”政策作为短期政策对于提振消费起到一定作用，但随着时间推移，已出现政策效率递减趋势，且透支了后续耐用消费品消费潜力。相比之下，一次性、临时性的现金消费券政策更具精准性与时效性，能够直接转化为即期消费需求。我仍建议发放现金消费券，规模在10万亿左右，用以短期内提振消费。

二是稳房价是破解“不敢花”的关键举措，其意义远不止于房地产市场本身，更是投资于人的重要内容。对中国居民而言，房产是核心资产，也是居民财富的重要收益来源，房价的稳定直接关联着财富效应的强弱。尤其是在当前资产价格下行的背景下，房价波动带来的心理冲击与实际财富缩水，正是中产阶级消费意愿低迷的核心原因。唯有出台有力政策稳住房价，才能修复居民的财富预期，缓解中低收入阶层的消费顾虑，从根本上重建消费信心，让居民敢于释放消费需求。

三是进一步优化税收筹划，适当向中产阶级等消费主力倾斜。当前税收整体呈现强化趋势，但税负结构仍存优化空间。目前我国采用的是超额累进税率和比例税率，许多高收入群体的收入来源都不是单一的，在其收入来源多元化的情况下，高收入群体的综合税负相对较轻，而作为消费主力的中产阶级，工资、薪金是其主要收入来源，税负相对偏高。在此背景下，税收政策优化一方面要加强对富人阶层的税收征管，必须叫停部分地方针对富人、企业高管推出税收优惠政策“招商引资”的行为，这类政策与国家长期发展导向背道而驰；另一方面，给予中产阶级适当的税收优惠，将税收优惠转化为消费能力。

四是发挥高科技驱动供给创新创造新消费的功能，为消费市场提质扩容打开新空间。居民基本生活类的基础消费增长空间已相对有限，仅依靠这类消费，难以实现消费需求的持续扩大与消费市场的质效提升，培育新消费、打造新的消费场景成为必然选择。萨伊定律提出

的供给创造需求在这一领域同样适用，科技的突破发展，有助于推动供给端的创新升级，不断催生新产品、新服务，重构消费场景、引领消费升级，助力消费市场不断涌现新的增长点。

在对美贸易份额与地产规模“回到2000年” 的历史关口重塑新动能

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（2026年1月）（总第82期）上的发言

过去两年，中国经济呈现出外需强劲、内需相对疲弱的特征。根据统计局最新数据，这一局面尚未改变：12月份出口同比增长6.6%，而房地产投资降幅同比超过30%，成为表现最弱的主要指标。在此背景下，展望2026年经济，需将外需前景与内需预测分开审视。

一、 外需展望：全球经济韧性与中国出口竞争力

对于2026年的外部环境，高盛研究部持相对乐观态度。预计2025年至2026年，全球经济增速将基本保持持平。特别是在美国经济方面，我们预测其2026年经济增速将达到2.9%，这一数值显著高于彭博市场共识的2.1%。做出该判断的逻辑主要基于以下三点：第一，关税影响减弱。根据基本假设，关税壁垒对美国经济的负面影响在2026年将较2025年有所减弱，尽管关税政策本身仍存在一定不确定性。第二，政策刺激效应。美国“大而美法案”中的减税措施预计将在2026年对经济产生实质性的促进作用。第三，金融状况指数向好。股市上涨带来的财富效应等金融因素，将对美国经济形成推升作用。

基于全球及美国的市场需求上升，结合中国商品在多领域既有的强大竞争力，以及“AI+制造业”融合计划对竞争力的进一步推升，中国出口具备坚实基础。在关税风险方面，中国产品极具吸引力，其他国家加征关税的风险正在降低。以去年10月底釜山会晤美国下调对华关税为例，随着中国在稀土管制及供应链上掌握更多主导权，其他国家在对华加征关税问题上将更为审慎。综上所述，全球商品需求稳步上升，叠加中国商品竞争力的增强以及供应链主导权带来的关税风险对冲，我们对2026年的中国出口持乐观态度，且这一趋势可能延续至2027年甚至2028年。

二、 内需研判：新旧动能转换期的结构性特征

相较于外需的确定性，内需的恢复面临更复杂的挑战。关于内需形势，主要补充以下三个角度的分析。

第一，新旧动能转换中的“体感”差异。经济体内部存在显著的分化：部分领域增速极高，而以房地产为代表的领域下行幅度巨大。由于房地产等下行领域过去在经济增长、投资配置上的占比较高，这种差异导致了宏观数据与微观体感的不一致。例如，中国约90%的居民可能持有房产，而参与股市投资的比例仅约为25%。若房地产价格下跌10%，其造成的负面效应远大于股票价格上涨10%带来的正面效应。同样，尽管科技行业发展突飞猛进，但其从业人员数量及占经济总量的比重，相较于房地产及传统行业依然较小。因此，在新动能占比尚未占据主导地位、旧动能占比尚未显著收缩的转换期，整体经济的“体感”依然较弱。只有当新动能占比持续扩大、旧动能占比进一步缩小时，市场感知才会发生质的改变。我们预测2026年中国经济增速为4.8%，该预测的支撑因素之一在于房地产对经济的拖累将有所减轻：一方面是因为其占经济比重在缩小，另一方面是今年的降幅预计将低于去年。

第二，促进内需需要周期性政策与结构性政策协同发力。实施周期性政策的必要性在于阻断“逆向循环”。以房地产为例，假设房价已下跌20%—30%，达到了历史上其他国家地产周期调节的跌幅水平，但如果劳动力市场疲软、工资增长下滑、房租下跌，从租售比角度看房价依然未跌到位，就会形成“房价下跌—就业受损—收入预期恶化—房租下跌—房价继续下跌”的负反馈。因此，周期性的财政和货币政策对于打破这一链条至关重要。同时，结构性政策同样不可或缺。针对长期存在的PPI偏低、“供强需弱”以及“内卷”现象，构建全国统一大市场等结构性调整措施是解决问题的关键。

第三，内需的恢复需要时间。无论是新旧动能的转换，让新动能逐渐壮大，还是反内卷等结构性问题的解决，都无法一蹴而就，需要根据具体形势逐步推进。

最后，通过两个重要指标，可以清晰地揭示中国经济未来走向。

首先是中国占美国总进口比例的历史演变。2000年中国加入WTO之前，该比例低于10%；入世后一路攀升，在第一次贸易战前超过20%；而经历两次贸易战后，目前该比例已回落至10%以下，基本回到了2000年的水平。

第二是中国房地产新开工数据。自1998年房改以来，新开工面积一路飙升，直至2020年“三条红线”政策出台时达到顶点。目前的房地产新开工率，也已基本回落至2000年左右的水平。

这两个指标在过去高企又回落至出发点揭示了深刻的战略启示：**在外需方面，必须在非美地区寻找新的出口动能；在内需方面，房地产已不能再作为推动经济增长的引擎，必须寻找替代性的新动能。**“十五五”期间及未来几年，无论是企业出海、科技创新，还是结构性改革，本质上都是在这两大历史性回归的大背景下，对新增长动能的探索。

2026年宏观经济展望——全球经济再平衡

明明 中信证券首席经济学家

以下观点整理自明明在CMF宏观经济月度数据分析会（2026年1月）（总第82期）上的发言

一、中国经济波动复苏

2025年我国 GDP 实现5%的增长，成效显著。展望2026年，经济增速预计仍将维持在5%左右。值得关注的是名义 GDP 与实际 GDP 的关系变化。从季节性走势看，名义 GDP 与实际 GDP 均呈逐步回升态势，重要拐点预计出现在二至三季度。年中名义 GDP 有望回升至实际 GDP 之上，整体通胀指标将实现正增长，这也符合中央经济工作会议提出的促进价格温和复苏的趋势。

从消费的角度看，今年消费品“以旧换新”政策的支持非常重要。2025年社会消费品零售总额同比增长约3.7%，其中与“以旧换新”政策相关的通信器材、家电、文化办公用品等类别增速较快，这说明政策效果显著。2026年初，财政部已下达年内首批消费品以旧换新额度，在总额度稳定的基础上进一步扩大覆盖范围，纳入智能产品、AI 眼镜等品类。因此，2026年消费市场将呈现温和复苏的态势，以旧换新的政策效果将继续体现。

从制造业的角度看，“十五五”规划强调保持制造业比重基本稳定。通过对比中美日印制造业增加值占 GDP 的比重数据，可以发现我国的制造业比重在主要工业国中处于领先地位。更重要的是制造业的质量与效率提升，主要体现在劳动生产率的提升。近年来，我国全要素生产率已逐步赶上并部分超过美国，这与制造业占比和效率的提高密切相关。包括新兴产业、高端制造业在内的未来产业，如人工智能、大数据、生物医药、量子计算等热门行业将成为重要增长动力。

接下来是房地产的角度。“十五五”期间，房地产领域重点工作仍是去库存。当前商品房待售面积虽已有所下降，但较历史低点仍存在库存需要去化，意味着今年房地产去库存是一个重点工作。政策层面已储备多项工具，包括央行保障性住房再贷款、专项债用于收储等。2026年相关财政、货币及金融政策预计将进一步优化，以推动库存去化、促进房地产市场企稳回升。

从基建方面来看，化债十分重要。近年来，我们把全国主要省市分为两类：重点化债省市与经济大省。过去几年我们看到经济大省的投资增速比较高，化债省份的投资增速比较低，经济大省承担投资拉动主责，化债省市则以债务化解为首要任务。随着化债工作逐步进入下半场，相关省份的投资空间有望释放。过去一段时间的化债省份新增融资受到严格控制，未来如果一些重点化债省份退出名单，其投资会有一定的打开空间。此外，去年底推出的新型政策性金融工具（首期5000亿元），这个工具非常重要，同我们国家的财政体系有很大的关系。如果我们做国别比较，可以发现其他国家的财政更多是公共财政，但我们还有政策性金融工具作为一般财政预算的补充。这项工具的落地已对基建投资产生积极拉动，12月 PMI 与投资数据已现企稳迹象。2026年该工具有望继续实施并扩大规模，以提振整个基础设施投资包括逆周期政策的效果。

从海外的角度来看，去年的出口增长令人意外，交出了亮眼的成绩单。2025年出口同比增长5%，贸易顺差约1万亿美元，占全球出口份额维持在14.5% - 14.7%的历史较高水平。

出口韧性主要源于出口多样化和产业结构调整升级。我国对美国出口占比已从高峰期的近20%降至11%，但相对于很多新兴市场国家，包括“一带一路”国家的出口占比在不断的上升，例如对东盟国家的出口已上升到17%；而对巴西、墨西哥、非洲等地出口虽占比低，但增速较高。整个出口区域的多样化分散了对来自于单一市场的冲击。

产品方面，高技术产品、集成电路、汽车、通用机械等出口增速显著，保持了百分之十几甚至二十、三十的增长。这些产品的出口韧性较强，体现了产业升级成果。当然，我们也要关注一些产品受到关税冲击相对更明显一些，比如传统的纺织服装等劳动密集型的产品。家用电器、家具等产品也会受到一些冲击，这些商品的冲击是值得关注的。

总体上来说，我国出口能够实现一个比较高的增速，和整个出口多元化，区域多元化，产品多元化是密不可分的。2026年尽管外部环境承压，全球经济压力凸显，海外主要经济体衰退的预期也在不断的增强，但我国的结构性亮点仍值得期待，全年出口增速有望保持在4% - 5%。

2026年宏观经济的重要看点在于价格回升。实际 GDP 增速预计稳定在5%左右，符合预期。而通胀指标有望逐步回暖，企业盈利与居民收入亦将随之改善。总体来说，今年呈现震荡回

升的趋势，综合物价水平（如 GDP 平减指数）预计在二至三季度实现由负转正，成为年内关键拐点。

二、美国经济面临矛盾

近期美国经济波动加大，特别是国债市场遭遇集中抛售，使得美国金融市场波动在加大。这是因为其政府部门债务率高企（已达110% - 120%），相对来说美国企业和居民部门的债务率比较稳定。美国政府部门债务率高企背后伴随着财政政策和货币政策的矛盾，从具体数据来看，美国就业与通胀数据亦呈现分化：失业率上升的同时通胀仍居高位，导致货币政策陷入两难。房地产市场在偏紧的利率环境下亦面临压力。

总体来看，在金融指标方面，美元指数已进入弱势周期，预计2026年仍将延续；而美国的债券利率曲线呈现分化，短期利率可能随美联储降息预期下行，中长期利率则因通胀预期保持高位，使得美国这几个金融指标出现比较大的割裂，美元指数进入弱周期，但它的长短期净利率的利差反而在加大，进一步凸显其经济内部的结构性矛盾。

三、宏观政策更加积极

2025年财政政策非常积极，赤字率约4%，专项债额度进一步提升。结合近期财政部的相关表态，2026年财政政策预计“只增不减”，赤字率与债券发行规模仍将保持较高水平，重点在于结构优化，包括适度放宽地方融资限制、更大程度发挥政策性金融工具作用等。

从货币政策来看，重点是稳定不同利率之间的比价关系。货币政策重点关注五大利差：政策利差、银行息差、债券与贷款比价、期限利差、信用利差。当前短期利率与政策利率利差收窄，反映央行引导利率平稳运行的意图。2026年仍存降准降息空间：目前平均法定存款准备金率约6.3%，高于发达国家；基准利率亦有下调可能，自去年5月份央行调降基准利率，到目前为止已经有了大半年的时间。因此，在上半年美联储可能降息的窗口期，国内总量政策具备一定操作余地。

四、全球大类资产展望

从资本市场的角度来看，去年以来，国内 A 股市场出现上涨态势，科技行业涨幅更加显著。实际上，2025年以来全球主要国家的资本市场都出现了不同程度的上升，新兴市场表现尤为突出。这背后是弱美元环境下全球风险资产走强的典型特征。因此，我们也能看到亚洲的一些国家，例如韩国的股市去年大幅上涨。这反映去年以来全球股票市场体现了两个特点，一是全球风险资产的普涨，在弱美元的环境下会推动全球权益市场的走牛。二是科技含量在不断的提升，科技行业的上涨比较明显。这两大趋势在2026年有望延续。

从利率走势看，2025年出现了比较大的波动。经历2023 - 2024年利率下行后，2025年在经济修复与资本市场活跃的背景下利率出现波动，收益率曲线期限利差走阔。2026年利率仍有一定下行空间，全年角度的货币政策和总量政策也有一定的空间。从现在居民和企业的融资成本看，利率还是有一定的下降的必要性。房地产今年最重要的工作仍然是去库存。去库存包括两个方面：一是政策端工具运用，包括央行保障性住房再贷款、专项债用于收储等方式；二是需求端激励引导，发挥价格与利率的撬动作用，适度下调贷款利率，可显著增强政策效果。降低居民实际有效利率需财政、货币和金融政策配套协同。例如财政可提供贴息支持，央行可下调基准利率及 LPR，行业政策方面则可进一步放宽购房限制条件，共同形成政策合力。总体来看，2026年利率市场或将呈现“先下后上”态势。随着一系列稳增长政策逐步落地，利率水平特别是长端利率需向合理区间回归，从而有效支撑财政融资与实体经济需求。

外汇市场也值得关注。自2025年11月以来人民币汇率明显走强，尽管去年上半年面临贬值压力，但是去年下半年以来，随着整个经济的企稳回升，包括国内资本市场，中国资产吸引力的提升，整个人民币汇率表现的较为强劲，不仅对美元升值，对欧元、日元等主要货币亦表现强势。其背后动因是多重因素共同作用的结果。从资金流动视角看，近年来我国持续保持较大规模贸易顺差，累积的实际结汇需求较高。2025年12月单月结汇净利润达约900亿美元，为近年最高月度结汇规模，这进一步推动人民币走强，反映出市场对人民币的需求增加。从金融和经济的角度看，海外市场波动加剧，特别是近期美债与美股出现显著震荡，促使部分避险资金与配置资金从海外流向中国市场。因此在贸易顺差与资本项目净流入的双重支撑下，2026年人民币汇率预计仍将延续温和升值趋势。伴随人民币国际化进程稳步推进，全球对人民币的需求有望进一步增加。全球官方储备中不同货币的占比也说明了这点，我们可以看到美元在全球官方储备中占比呈现下降趋势，而人民币及其他货币占比逐步上升。

最后是黄金方面。近期金价持续上涨，反映出其货币和信用的双重属性。过去我们常常关注黄金的货币属性，但现在随着美国财政危机和美国债务问题频发，黄金的信用属性也在加强。因此，在双重属性的推动下，总体看黄金的价值仍然没有改变，黄金在2026年仍具备配置价值。

以上就是我们结合今年国内外经济形势和金融市场的展望给大家做的汇报，谢谢。

如何充分挖掘中国的经济潜能

程实 工银国际首席经济学家

以下观点整理自程实在CMF宏观经济月度数据分析会（2026年1月）（总第82期）上的发言

本文将聚焦于一个具体问题——如何充分挖掘中国经济的增长潜能——做几点补充性探讨。

近期结束的中央经济工作会议对2026年经济工作做出了系统部署，其中提出了“五个必须”的新表述。首要一条便是“必须充分挖掘经济潜能”，这已成为观察2026年中国经济走势的一个关键点。因此，我们有必要深入思考：中国经济的增长潜能具体存在于哪些领域？其规模如何？以及应通过怎样的政策组合来有效释放这些潜能？

我们的基本结论是：中国经济的增长潜能规模可观，主要体现在需求预期的稳步修复、供给效率的系统性提升、创新能力的扩散与外溢，以及制度环境回报率的持续改善等方面。其中，由需求缺口、效率缺口与外部缺口所构成的未来可能会释放新动能的潜在增长空间，尤其值得关注。关于如何充分挖掘这些潜能，我们的核心建议在于：应进一步推动政策激励与市场激活在两个维度上同向发力、形成合力。

一、中国的经济潜能在哪里，有多大

中国的经济潜能主要体现在以下几个方面：

一是需求潜能。许多专家指出，2025年中国经济的成绩单呈现出稳中向好、结构分化的特征。值得关注的是，当前居民部门仍持有较强的预防性储蓄动机。这表明，未来在激活需求、特别是消费需求方面，仍具备可观的挖掘空间。

二是供给潜能。2025年第三产业对经济增长的贡献率已达61.4%，表明经济增长的主力军已转向服务业。服务业效率的提升，一旦从量变积累迈向质变，其对全要素生产率的贡献将远超单纯的投资扩张。这种提升往往是润物细无声的，不会以大型物理项目呈现出来，而是通常体现在流程重构、供给标准化、组织数字化与协同智能化等诸多方面，推动各行各业实现质变。因此，供给潜能具备挖掘空间。

三是创新潜能。中国研发经费投入规模与增长速度均十分可观，且增速持续高于 GDP 增速。未来，创新潜能还能够在很多可预期的方向释放持续的动能。人工智能等技术的应用场景拓展及其对现代化产业体系的构建作用，将进一步挖掘创新潜能。

四是制度优化潜能。2025年底的中央经济工作会议就全国统一大市场建设做出了针对性部署，并在整治“内卷式”竞争、清理拖欠企业账款等重点领域进行了统筹安排。可见，当前政策正致力于通过“以新供给创造新需求，以新需求引领新供给”这样一种良性循环，借助制度优化提升供需匹配效能。

中国经济的潜能，某种程度上源于长期快速增长所形成的惯性。中国经济增长的速度放在全国来看，仍然具备一定的领先优势。在全球经济增长步入“慢时代”、未来五年增速中枢预计将低于过去二十年的背景下，中国经济仍能保持中高速增长，这种惯性本身就是潜能持续积累的体现。

具体而言，中国经济增长潜能的释放体现在三个关键缺口的弥补上。一是需求缺口。根据前期对于中国消费增长潜能的测算测算，若未来五年在政策配套支持下，边际消费倾向如预期提升、服务消费占比进一步向全球基准水平靠拢、农村居民收入增速按政策导向加快，则有望额外释放约25万亿元的消费增长潜力。

二是效率缺口。中国正处在第四次科技革命驱动全要素生产率全面提振的关键阶段，无论是科技发展的从零到一、原创性突破，还是借助强大的应用场景代替的技术与实体经济的深度融合，都展现出为经济增长提供额外贡献的潜能。

三是外部缺口。在当前全球化发展态势下，中国将以一种更负责任的态度，以一种亲诚惠容的态度，以推动区域经济一体化为抓手推进新型全球化建设。在这个过程中，我们将收获更多外需，从而贡献于经济增长潜能。以上这三个缺口未来在弥补过程中，会形成中国新的经济增长潜能。

二、如何充分挖掘经济潜力

“十五五”规划建议指明了挖掘潜能的关键战略方向：即“投资于物”与“投资于人”相结合，这是挖掘中国经济增长潜能最关键的战略要素。中国《礼记》里有一句话叫做“格

物致知”，它的意思是我们穷尽事物之后就会认知到事物发展的规律。投资于物就是指要投资于事物发展的普遍规律。我们要投资于全球化之变、产业链之变、价值链之变、自然之变、科技之变所引领的全球经济结构升级方向，这些会进一步释放中国经济的要素潜能，会给我们带来更多未来增长的新空间。

投资于人的关键点是成事于人。造就趋势的是人，是人的需求、人的变化、人的成长。一代人终当老去，总有人正年轻。我们可以看到，以中国和全球新的中产阶级形成为一个参照点的话，人的需求正在变得更加的内敛、更加的求质、更加的多元、更加的个性、更加的开放。这意味着我们生产经营和全面供给的改变会围绕人的需求进行展开，做出一系列重要的投资的方向上的调整。投资于物和投资于人的结合，实际上是中国供给和需求重新平衡的一个方向，也是有为政府和有效市场之间有效结合的一个方向，更是应对长期结构性失衡问题的重要方向。投资于物和投资于人相结合，能够让中国经济在挖潜的过程中形成一种良性的正向循环，其本质是让经济运行更加确定，投资回报更可预期，要素流动更加高效。

充分挖掘经济增长潜能有三条主线。第一条主线是投资于人，我们需要通过新型的投资让教育、医疗、养老、护理、托育等公共服务的供给更加稳定，社会保障体系更加完善。这会降低家庭部门对尾部风险的定价，减弱预防性储蓄动机，这实际上就是我们消费挖潜的自然的实现的方向。

第二条主线是投资于物。投资于物是投资方向上的顺势而为，关键在于对全要素生产率更加有效提升的方向实现一个更加高效的投资的覆盖。

第三条主线是是通过一系列的改革开放的进一步的推进，来释放我们的制度红利。我们要加快建设全国统一大市场，打通经济的堵点卡点，让创新和效率的真实回报实现正向的循环。

投资于物和投资于人是中国经济挖潜最核心的战略，我们相信当前政策搭配，特别是“十五五”规划建议的统筹安排，对资源配置重新的考虑，会让中国经济实现新质生产力主导、产业结构优化、全要素生产率持续上行。

在这个过程中，具体的实施路径有几个关键点。第一个关键点就是要进一步因地制宜地发展新质生产力，实现物的升级和人的升级相乘。也就是说，我们现在不光要做加法，还要做乘法，让物的趋势的发展和人的需求的变化形成一种正向的循环，形成一种乘法效应，这

会对中国经济进一步的挖潜有非常正向的作用。第二个关键点是释放制度红利，以人力资本升级来延长我们的人口红利。第三个关键点是要建立同比机制，确保物质资本和人力资本的协同共振。

总之，我们的研究与判断表明，中国经济增长潜能依然可观。挖掘这些潜能需要宏观与微观共同发力。当前，中国已做出系统性安排，预计在2026年将逐步见到成效。

总量稳态、结构分化，科创消弭低通胀？

——2026年国内宏观政策展望

李湛 招商基金首席经济学家

以下观点整理自李湛在CMF宏观经济月度数据分析会（2026年1月）（总第82期）上的发言

本文将聚焦于总量与结构两个维度展开论述。从总量看，根据近期公布的2025年整体经济数据，全年经济运行达到预期5%的增长目标，CPI 与社融规模也维持在波动较小的区间，整体呈现企稳态势。然而，结构层面的分化趋势显著，且在人工智能（AI）与非 AI 领域、高端制造业与传统制造业、内需与外需之间呈现加速态势。一个值得关注的现象是，中美两国在迥异的宏观背景下——美国面临通胀压力，中国则存在低通胀——不约而同地加速了 AI 为代表的科技创新领域的大规模投资。此种路径选择将引致何种结果？本文将就此分享几点思考。

一、宏观：外强内弱，总量承压

首先我们来看美国 AI 发展的宏观逻辑。近年来，美国以“七姐妹”为代表的科技巨头资本开支大幅攀升。2025年，其资本支出对美国 GDP 的拉动贡献约为0.5个百分点；仅去年第二季度，AI 相关投资对 GDP 的拉动作用便接近1%-1.5%，此类投资已占美国 GDP 的1.5%。其固定资产投资，特别是制造业投资，主要源于 AI 及其上下游产业链。尽管这项投资拉动了算力、芯片、电力等相关领域的通胀，但 AI Agent 在部分领域的初步应用，已开始对就业岗位产生替代效应，抑制了中低收入及部分中产阶级的消费能力。现阶段，AI 投资对美国带来的通胀压力仍大于通缩压力。

数据显示，美国制造业内部，AI 与非 AI 领域的投资增速已出现劈叉。AI 对投资的拉动主要体现在三个方面：一是建筑（主要为数据中心）；二是设备（以 TMT 行业、计算机及周边设备为主）；三是软件。与之相对，其他固定资产投资的增速则呈下降趋势。

而中国 AI 发展的宏观逻辑，植根于房地产投资下行后以基建投资稳增长，以及制造业持续拉动的基本框架。至2025年下半年，受地方政府化债压力、财政约束及基建空间收窄影响，

经济增长更需依靠制造业投资，尤其是以 AI 为代表的科技创新投资，以对冲地产与基建的下滑。短期内，此类投资（包括算力建设等）有助于抑制低通胀压力。近年来，以 AI、新质生产力为代表的广义高技术产业投资持续保持两位数高速增长，在制造业中“一枝独秀”，有效对冲了基建与地产投资下滑的影响。

中美两国在迥异的宏观背景下，均选择以高科技、尤其是全面投入 AI 作为关键解方，这一现象颇具意味。短期而言，此路径对中国相对更为有利。然而，我们也必须关注长期隐忧。本轮 AI 技术革命，目前呈现出岗位替代效应强于新增岗位效应的特征，长期通缩压力可能更大。短期看，大规模投资虽能弥补部分投资下行缺口并带动相关原材料价格上涨。长期来看，对中国而言，需警惕旧经济（如房地产）持续下行与新经济替代效应叠加形成的“双击”风险。因此，中长期我们需保持必要的警惕，持续逆周期调节来对冲新老经济对居民部门就业和收入的压力，但短期则对中国提升物价水平相对有利，对美国降低通胀不利。

当前阶段，美国在 AI 算力等领域的发展及其技术外溢，通过全球共振的产业链，显著拉动了中国相关上市公司盈利。中国在算力原材料等方面具备优势，同时，外部在尖端硬件领域的限制和脱钩亦加速了国内国产替代进程，促使国产替代的突破和发展。若中美在 AI 发展上形成共振，中国相关产业链出口在2026至2027年仍将持续受益。内外因素的共同作用，解释了为何中国在市场与政策层面均对 AI 领域投入巨大力量，并已取得显著提升与发展前景。

在 AI 引领的产业大趋势下，中美基于不同的宏观背景均着力推动其发展，这将在短期与长期产生迥异的经济影响。因此，我国的政策应对需具备前瞻性与连续性。针对中长期传统经济下行压力，托底政策的力度不仅需要持续，在特定阶段更应适时加码，方能在竞争性毁灭的过程中，实现经济增长路径的适度平滑。

根据国家统计局最新发布的2025年全年数据，2025年经济呈现“供强需弱、制造强消费弱”的特征。全年 GDP 增速达成5%目标。消费政策有待持续呵护，尽管国补规模同比略有下降（2025年同期一季度810亿，2026年一季度625亿），但我们期待其在服务消费领域发挥新增作用。1月份固定资产投资走势偏弱，尚未企稳。在“十五五”开局之年，预计由中央引领的大基建将推动基建投资回正。综合来看，2026年一季度有望实现信贷、基建与投资的“开门稳”。但由于2025年一季度基数较高，2026年一季度 GDP 增速或较2025年四季度略有改善，但仍可能弱于2025年同期水平。

2026年中国经济增长预计延续“外强内弱”格局。出口保持强劲增长，一方面得益于中美关系的阶段性缓和，另一方面则源于海外 AI 基础设施投资需求与中国优势及高端制造业的深度契合，体现了中国产业链的优势。同时，预计2026年全球货币与财政政策环境将比2025年更为宽松，为一般制造业外需提供韧性。此外，南方国家的新兴市场工业化进程与欧美的“再工业化”趋势，共同支撑了中国对“一带一路”沿线国家，尤其是非洲和拉美国家出口的强韧性。

需重点关注的是，地方政府融资平台的加速退出将对2026年的地方经济与基建投资产生一定影响。若无系统、综合的政策考量予以对冲，其收缩效应2025年底初现端倪：部分专项债及基建资金实际用于化债及偿还企业欠款。

根据既定安排，地方城投平台需于2027年6月前完成退出，因此2026年将迎来退出高峰。若按线性趋势外推，预计约三分之二的平台将于今年退出，剩余三分之一将于2027年全面退出。城投平台兼具化债功能，并对地方基建乃至政府日常运转具有一定支撑作用。其集中退出，可能会直接影响相关职能的承接。近年化债过程中，中西部地区经济已经放缓，依赖中央财政转移支付和化债资金；而如山东、浙江、江苏等经济强省，也面临土地收入下滑与化债期限临近的双重约束。这一过程正推动传统基建投资模式，更多地转向基于产业基金的市场化投资方式。

截至2025年底，全国尚有1456家城投平台未完成退出，其中江苏、浙江、山东未退出平台数量最多，均为经济大省。从有息债务规模看，浙江、四川、江苏位居前列，其中浙江与四川的平台有息债务均超过2.5万亿元。若2026年这些经济大省的平台退出幅度过大，恐将影响当地经济建设，特别是基础设施领域的投资进展，对“十五五”开局之年的经济平稳运行构成挑战。

同时，通胀边际有所改善。受全球 AI 相关产业带来的输入性通胀压力，以及国内食品价格温和上涨等因素推动，CPI 与 PPI 环比均呈现上升趋势。但需注意，PPI 同比增速仍处于负值区间。

二、产业结构分化还是收敛，科技制造能否有效对冲地产下行？

房地产拉动经济增长的模式已被打破。数据显示，在房地产周期下行期间，科技产业一定程度上对地产形成了补位。对比2020年与2023年，狭义科技部门占GDP比重从6.6%提升至8.1%，广义科技占比从11.7%提升至14.3%；而地产业占比则回落了1至2个百分点。高科技投资在总投资中的占比提升了4.3个百分点，部分对冲了房地产投资下滑。然而，房地产产业链条长、关联度广，对基建、上游原材料乃至家电装饰等行业的拉动效应明显，因此，短期内无论是我们的基建还是高科技，目前是难以完全抵消房地产的这种回落的冲击。

与美国次贷危机及日本1990年代地产泡沫破裂后的情形相比，自2021年6月起，中国房地产价格的累计跌幅已接近全球地产下行的历史平均值。从周期位置看，市场虽接近底部区域，但仍需警惕尾部风险。

财富效应方面，2024年以来股市上涨到2025年底，约带来35万亿元的股市市值的增长。股市的财富效应如要完全对冲地产下行，需要地产价格企稳或微降。考虑到居民财富中约50%-60%配置于房地产，而股票配置比例仅约12%-15%，这意味着需要约3%的股价上涨才能对冲1%的房价下跌。

日美在房地产泡沫破裂后，同期美国的科技成为了经济增长的动力。日本尽管研发投入长期处于高位，却陷入“有技术无产业、有创新无增长”的困境，主要原因在于其传统资产负债表衰退压制了创新转化，且政策文化偏重于渐进改良而非颠覆性产业革命。日本也做出了尝试，但宏观经济政策的反复：扩张，紧缩、再扩张，使得效果大打折扣。反观美国，在地产后周期中持续有力的宏观逆周期调节，使得美国科技凭借强大的资本市场与有力的政策环境，成功将科技打造为经济增长新引擎，如硅谷和纳斯达克市场推动的移动互联网的二次革命。

近年来，中央强调要建设强大的资本市场。中国当前的科技发展基础优于日本90年代。在新能源、AI、移动互联网等领域，中国紧跟甚至在某些方面超越美国，而日本则未能突围。

此外，日元于1991年、1995年还在大幅升值，1985年《广场协议》后它基本升值10年，升值幅度特别高，美元兑日元的汇率从接近180左右升到了80。中国近年凭借出口有效对冲了内需与地产下行压力。中国制造业投资正致力于全方位巩固与升级，从传统产业固本培元到未来产业创新培育，扩容提质，长期增效。出口和制造业的升级与出海相互强化，AI在高端制造业和传统制造业的运用，增强了我国出海产业链上的竞争力，推动出海的制造业产业结

构向技术密集持续升级。所以，科技制造的强大和产业出海是良性循环相互促进的过程，这有利于我国宏观经济2026年复苏，低通胀企稳，企业盈利的增长。



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:

