



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

季度论坛（2026年第一季度）（总第72期）

务实奋进的中国宏观经济

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4月

报告总负责人：

刘元春 杨瑞龙 毛振华

报告执笔人：

于 泽 闫 衍

务实奋进的中国宏观经济

——CMF 中国宏观经济分析与预测报告

（2026 年第一季度）^①

^① 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）研究成果。报告执笔人为：于泽、闫衍。报告中的数据除注明出处之外，皆出自 Wind 数据库和中国宏观经济论坛团队测算，如有遗漏，请联系更正。

摘要：面对国际局势变幻、石油价格带来输入性成本冲击等影响，2026 年第一季度中国宏观经济保持了向上态势，实现“十五五”时期开门红，高质量发展扎实推进。一季度经济持续向好的主要动力来自于外需和基建投资增速回升。单纯从数据走势看，即使石油价格年内保持在每桶 100 美元左右，“开门红”也能够延续，2026 年经济运行将整体平稳。一方面，当前外需支撑机制具有多样性，这意味着调整手段多，韧性强，对全年有足够的支撑。另一方面，在“十五五”重大工程前置、政策性金融工具等助力之下，基建投资增速全年将保持在高位。

2026 是“十五五”开局之年，我们需要进一步找准经济中的堵点，政策精准发力。这需要一个分析视角，即找一个稳定的标尺与当前数据进行对照分析。当前宏观经济分析中经常使用两把标尺。一把是历史标尺，即与我国改革开放以来的历次周期进行类比；另一把是发达国家标尺，即与美国、欧洲、日本等发达国家同一发展时期进行比较。在本轮经济周期的分析中，这两把标尺都失灵了。一方面，中国宏观经济运行规律深刻变化；另一方面，我国经济发展模式更加独立，与西方传统发展轨迹之间的差异不断加大。因此，为了全面预判今后经济走势，需要梳理我国宏观经济运行的新特征，找到新的分析视角和框架。

当前供给与需求是改革开放以来首次出现系统的方向性错配，供给强需求弱，其中需求弱是当前经济的主要矛盾。供给强背后有市场型因素，更有政策扰动下的产量累积；需求端从外需扰动全面进入内需不足，特别是消费不足阶段。行业运行的周期性特征和联动性特征发生明显变异；经济主体行为日趋保守化和短期化，预期显著变弱。宏观政策效果呈现脉冲性。从这些新特征出发，我们可以看出当前存在的一系列经济循环堵点。例如，供给端“内卷”加剧、微观降本增效收缩性循环、房地产市场深度调整、地方政府收支压力加大、就业压力下预期变弱等。在这些堵点中，最为关键的是总需求传导机制失灵。传统的经济周期传导方式，即刺激政策的乘数效应带来需求和价格上升，进而带动利润和工资增加——资产负债表稳步修复——信贷扩张——拉动投资——推动经济上行的链条失灵，财政和货币政策资金难以有效进入经济循环。如果能让中国经济走出一轮新周期，需要打破当前经济循环堵点，进入新的经济增长和循环模式。问题在于，打破经济循环堵点的突破口在哪里？

面对经济运行出现新特征，最容易想到的原因是经济发生了新冲击。首先，2022 年以来，房地产投资持续下行，房地产行业成为最显性的变化因素。其次，随着 2021 年之后土地成交金额陷入负增长，同时财政支出压力加大，地方政府的债务问题不断凸显。最后，居民资产负债表缩水，财富效应拖累支出。但是，前述三大冲击无论是在冲击发生的时间点、名义与实际变量背离、消费强弱和行业运行特征等方面均不能很好解释经济运行新特征。我国经济运行新特征在 2023 年之后全面显现，但是苗头在 2017 年左右已经出现。因此，2023 年以来的资产负债表冲击等更多是周期性冲击和原有结构性问题的放大器。本轮经济运行新特征是中国进入发展模式深度转型期，经济发生了结构性和机制性变化。经济发展模式转型过程中原有交易关系破裂、交易模式失灵，新的交易关系和交易模式还在形成中，导致市场供需错配，进入持续“内卷化”。

梳理我国的产业园区、招商引资、房地产市场这些关键举措，其运行机制背后的共同点是地方政府管辖权（资源）的资产化。例如，地方政府能够在国家设定的开发土地总量后，决定不同的土地用途规划，最大化资产总价值。通过土地的资产化就推动了房地产市场、新区开发等等。地方政府通过将财政资金、地方国有资源等打包注资，就产生了地方政府融资平台，推动基础设施建设等。资产化对应着金融化，这一进程也是我国金融高速发展的时期。我国地方政府更类似于一个金融机构，通过各种金融“创新”手段完成了社会的资本“原始积累”。资产化发展模式的另一个方面是经济的非正规化。非正规化的主要作用是降低和分散经济发展成本，例如农民工保障、社保缴费、各类限制性政策执行等等。综合资产化发展模式的两个主要途径，政府主要作用是通过提高收益，降低成本为社会提供了更多的交易空间，从而有更多企业寻找到了盈利机会，推动了经济增长。

从供给和需求两端看，地方政府管辖权（资源）资产化发展模式潜力都在逐渐耗尽。从供给端看，资产化过程伴随着收益率下行和债务率上行。从需求端看，地方政府管辖权（资源）资产化模式不适合消费转型升级。前述经济循环的堵点背后是生产要素陷入管辖权（资源）资产化逻辑，产生了地方政府保护、要素市场化配置不足、存量债务、生产与消费不匹配导致消费不足等问题。如果要根本性完成转型，多条路径下最为合适的是以创新推动产业升级，从资产化做大资产模式走向产业升级做强资产模式，实现新供给和新需求在高水平上动态平衡。为

此，“十五五”时期的根本任务，就是要建设好现代化产业体系和与之匹配的现代化收入体系。

产业结构背后的市场内生力量可以分为需求和供给两个方面。需求端力量主要通过收入效应发生影响。经济发展带来人均收入提高，降低了居民的恩格尔系数，提高了消费层次，促进产业结构从低端到高端。供给角度的力量主要是通过相对价格效应发生影响，即不同产业产品相对价格变化导致消费者的预算约束线发生旋转，产生了消费结构的变化。从其来源的角度，相对价格变化背后是不同产业间的技术进步差异与全社会资本深化。从整体上看，收入效应在我国 1992 年以来的居民消费结构升级过程中发挥着至关重要的作用，但自 2002 年起，相对价格效应的重要性有所上升。这就要求，未来的产业升级更需要创新推动相对价格变化进行支撑。

改革开放以来，我国的创新经历过两个大阶段。首先是“山寨”阶段，即“吸收——引进——再开发”阶段。在这一阶段，创新的核心是反向式设计。当前我国已经到了创新模式形成的新阶段。完整的产业链、与产业链高耦合度的研发和新型举国体制都打破了传统对于创新的认识，成为我国持续创新的“三支柱”，为现代化产业体系提供源源不断的动力。

现代化产业体系的另一面是现代分配体系。在地方政府管辖权（资源）资产化发展模式下，我国的总需求模式是利润驱动性。改革开放以来，因为工业用地、公共资源等的价格偏低，我国利润份额持续提升，劳动收入增速偏低。伴随着发展模式潜力耗尽，利润拉动的需求模式就成为了潜在增长率提高的限制，我国需要从利润拉动型模式走向工资推动型模式，通过初次分配中工资性收入的提高，扩大中产阶级比重，为增长创造需求空间。

未来工作要紧紧围绕建设现代化产业体系和分配体系这条主线，适应新旧动能转换的新特征和国际不确定性新情况，建设好高水平社会主义市场经济体制，以新思路实施好超常规宏观政策，推动我国从债务模式走向产业升级新模式。

第一，创新逆周期政策思路。1）财政政策可以阶段性实施“以支定收”模式，保持足够力度；2）货币政策以降低金融机构融资成本为核心方向，进一步全面降准置换 MLF，稳定流动性的同时降低金融机构负债成本；3）以 60 和 95 后为主要对象，提升居民服务消费；4）疏通政策传导机制，加强政策协调，扩大政策空间。

第二，突出重点深化改革，加快建设高水平社会主义市场经济体制。1) 以营商环境和全国性资产交易市场建设为突破点，推进统一大市场建设；2) 盘活存量资产，推动“反内卷”；3) 激发金融体系活力，建设多层次债券市场；4) 推动长效化解地方债；5) 进一步构建好社会安全网。

第三，短期加大力度稳地产，中长期妥善引导房地产行业转型。1) 加大国家层面房地产收储力度；2) 加大中央财政支持推动城市更新。

关键词：科技创新；产业升级；统一大市场；消费；房地产；高水平社会主义市场经济

第一部分 稳中向好的宏观经济

（一）内外需发力，经济“开门红”

维度 1：宏观经济良好开局

2026 年以来，国际局势风云变幻，能源价格冲击持续不断，全球航运网不畅，我国风景独好。1-2 月份生产供给较快增长，内外需求稳步扩大，就业物价总体稳定，人工智能引领新质生产力培育壮大，实现开门红。经济稳健向上最为主要的表现是价格水平出现了较为明显的回升。

2023 年 1 月份以来，消费者价格指数持续下行。2026 年 2 月份，全国居民消费价格指数（CPI）显著回升。从环比看，全国 CPI 涨幅由上月的 0.2% 扩大至 1.0%，为近两年来最高。主要动因是最长春节假期拉动，服务价格上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点，涨幅高于季节性水平，影响 CPI 环比上涨约 0.54 个百分点。其中，飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨 31.1%、24.7%、15.8% 和 7.3%，四项合计影响 CPI 环比上涨约 0.32 个百分点，占 CPI 总涨幅超三成；宠物服务、车辆修理与保养、家政服务价格分别上涨 12.0%、11.6%、3.1%，电影及演出票、在外餐饮价格分别上涨 9.9% 和 1.1%，五项合计影响 CPI 环比上涨约 0.18 个百分点。同时，工业消费品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，受国际金价上行影响，国内黄金饰品价格上涨 6.2%，国际地缘政治冲突对能源价格影响传导作用显现，国内汽油价格上涨 3.1%，两项合计影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点。由于规模化生产水平不断提高，食品价格虽然由上月持平转为上涨 1.9%，但涨幅仍低于季节性水平，影响 CPI 环比上涨约 0.33 个百分点。受春节影响，水产品、鲜果和猪肉价格分别上涨 6.9%、4.0% 和 4.0%，羊肉、牛肉、鸡蛋和禽肉价格涨幅在 1.6%—2.2% 之间，合计影响 CPI 环比上涨约 0.34 个百分点；鲜菜市场供应充足，价格下降 0.1%。

从同比看，春节错月叠加消费需求恢复影响，全国 CPI 涨幅由上月的 0.2% 扩大至 1.3%，为近三年来最高。其中，服务价格上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 1.5 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.75 个百分点。服务中，飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格由上月下降转为分别上涨 29.1%、19.8%、12.5%

和 5.4%；宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、外卖餐饮价格分别上涨 13.0%、12.0%、6.3%和 5.6%；电影及演出票价格下降 1.1%；房屋租赁进入淡季，房租价格下降 0.6%。工业消费品价格上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，黄金饰品价格上涨 76.6%，涨幅小幅回落；家用器具、家庭日用杂品和服装价格分别上涨 5.3%、2.6%和 2.0%；汽油价格下降 9.8%；小汽车价格下降 1.2%。食品价格由上月下降 0.7%转为上涨 1.7%，影响 CPI 同比上涨约 0.30 个百分点。食品中，鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果价格涨幅在 5.9%—10.9%之间，涨幅比上月均有所扩大，合计影响 CPI 同比上涨约 0.41 个百分点；猪肉和鸡蛋价格分别下降 8.6%和 3.0%，降幅比上月均有收窄，合计影响 CPI 同比下降约 0.18 个百分点。去除食品和能源，2 月份，核心 CPI 同比增长 1.8%，创下了 2023 年以来新高。1-2 月份 CPI 累计同比增长 0.8%，创下了近两年新高。

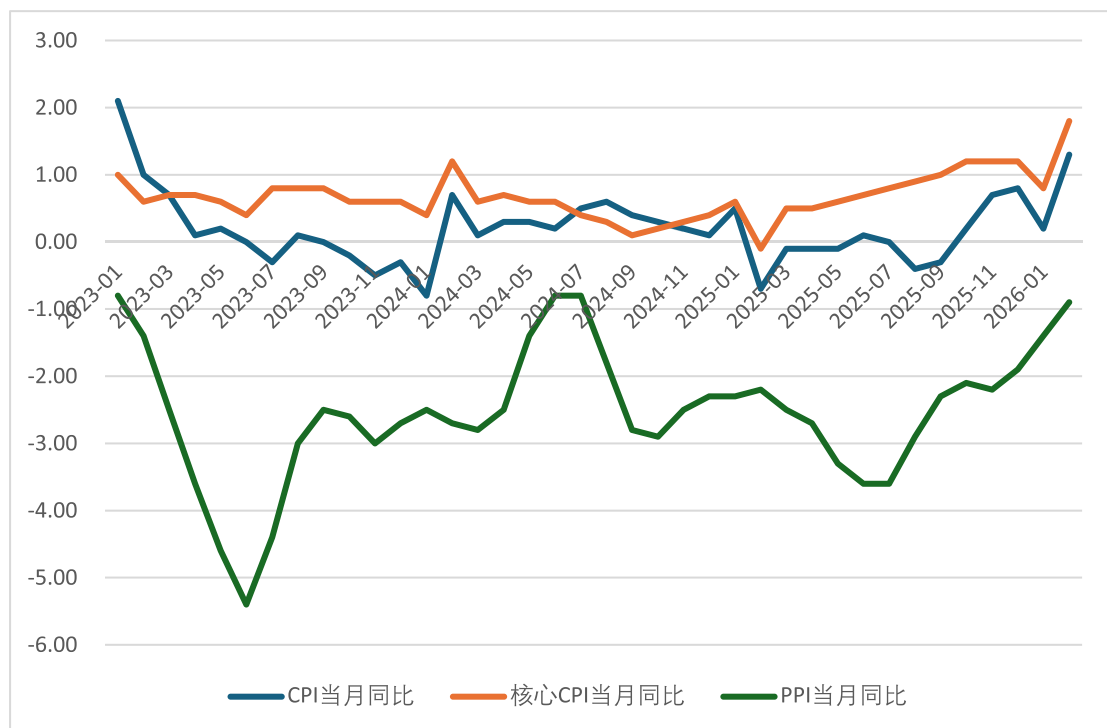


图 1 价格水平恢复

从生产者价格指数环比看，全国 PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同，已连续 5 个月上涨。根据国家统计局，2 月 PPI 环比运行的主要特点：一是国际有色金属、原油价格上行拉动国内相关行业价格上涨。有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨 7.1%和 4.6%，其中银冶炼、金冶炼、铝冶炼和铜冶炼价格分别上涨 16.9%、8.4%、4.2%和 3.7%。石油和天然气开采业、精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格分别上涨 5.1%、0.7%和 1.3%。受成本推动等

因素影响，电气机械和器材制造业价格上涨 1.2%，其中电线电缆制造价格上涨 2.3%。二是算力增长带动部分行业需求增加价格上行。计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨 0.6%，其中电子半导体材料、外存储设备及部件、集成电路封装测试系列价格分别上涨 2.8%、1.2%和 1.1%。

从同比看，全国 PPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，已连续 3 个月降幅收窄。一是新质生产力发展注入新动力。“人工智能+”蓬勃发展，电子元件及电子专用材料制造价格上涨 4.9%，控制微电机价格上涨 1.6%，服务消费机器人制造价格上涨 0.7%。绿色转型持续推进，生物质燃料加工价格上涨 3.2%，环境保护专用设备制造价格上涨 0.6%。高端装备增势强劲，航空器制造价格上涨 7.7%，船舶及相关装置制造价格上涨 0.5%，增材制造装备制造价格上涨 0.3%。二是市场竞争秩序持续优化，部分行业价格同比企稳回升。重点行业产能治理与“内卷式”竞争综合整治持续显效，光伏设备及元器件制造价格上涨 3.2%，涨幅比上月扩大 2.7 个百分点；锂离子电池制造价格由上月下降 1.1%转为上涨 0.2%，为月度同比连降 33 个月后首次上涨；煤炭开采和洗选业、水泥制造、新能源车整车制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅比上月分别收窄 2.8 个、1.5 个、0.5 个和 0.3 个百分点。

虽然价格在恢复，但是仍处在低位。总体看，2026 年 1-2 月份外需仍然保持较强态势，内需依然疲弱，特别是房地产投资持续不振和消费内生动力仍然不足，是宏观政策对经济进行了兜底。

第一，投资动能放缓，政策推动下基建投资大幅回暖，但是房地产投资仍然深度调整。1—2 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，相比 2025 年全年下降 3.8%大幅回暖，特别是，如果扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 5.2%。在这其中，回暖最为明显的是基础设施投资。“两重”项目建设加快推进，实物工作量加速形成，1—2 月份，基础设施（含电力、热力、燃气及水生产和供应业）投资同比增长 11.4%，增速比 2025 年全年加快 10.8 个百分点，比全部投资高 9.6 个百分点；拉动全部投资增长 3.0 个百分点。其中，航空运输业投资增长 31.1%，信息传输业投资增长 20.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 13.1%。重大项目投资有力支撑。1—2 月份，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 5.0%，增速比全部投资高 3.2 个百分点，拉动

全部投资增长 2.7 个百分点；其中，计划总投资 20 亿元及以上项目投资增长 6.6%，计划总投资 50 亿元及以上项目投资增长 9.5%。房地产开发投资下降 11.1%。全国新建商品房销售面积同比下降 13.5%；新建商品房销售额下降 20.2%。民间投资同比下降 2.6%，降幅比上年全年收窄 3.8 个百分点；扣除房地产开发投资，民间投资增长 1.0%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）比上月增长 0.39%。

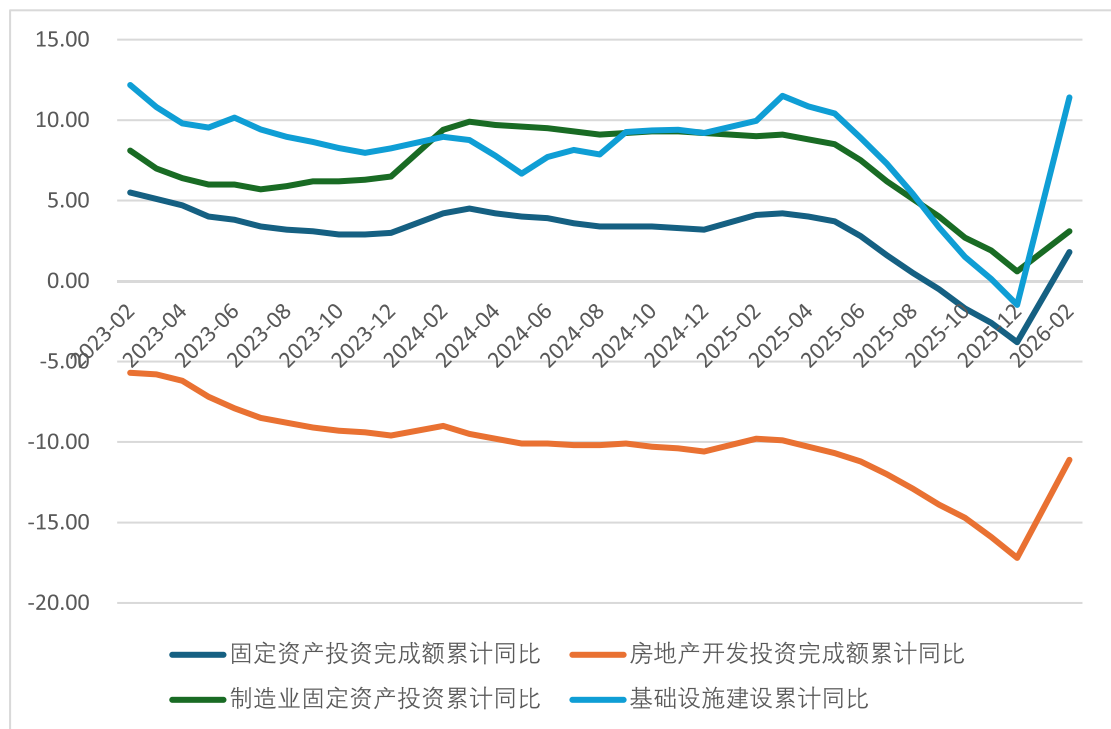


图 2 固定资产投资同比增速

第二，政策助力消费提升。1—2 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.8%，比 2025 年 12 月份加快 1.9 个百分点。其中，城镇消费品零售额增长 2.7%；乡村消费品零售额增长 3.2%，乡村市场销售成为消费新动力，消费市场下沉趋势明显。这背后是县乡地区商业体系持续完善，叠加春节期间“返乡游”和“县域游”升温，县乡市场销售潜力释放。包含镇区和乡村的县乡消费品零售额占社会消费品零售总额的比重为 38.5%，比上年同期提高 0.1 个百分点。各种消费类型全面恢复，商品零售额增长 2.5%；餐饮收入增长 4.8%。商品零售额增速比上年 12 月份加快 1.8 个百分点。限额以上单位中近八成商品类别零售额实现增长。基本生活类和部分升级类商品销售增长较快。限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类、通讯器材类、金银珠宝类商品零售额同比分别增长 10.4%、10.2%、17.8%、13.0%。从环比看，2 月份社会消费品零售总额比上月增长 0.81%。

随着扩大服务消费政策持续发力显效，优质服务供给增加，消费新业态新场景不断涌现，服务消费市场保持较快增长。1—2 月份，服务零售额同比增长 5.6%，增速比上年全年加快 0.1 个百分点，高于同期商品零售额 3.1 个百分点。其中，通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额较快增长。1—2 月份，旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额实现两位数增长；餐饮收入增长 4.8%，增速比上年全年加快 1.6 个百分点。

居民网上商品和服务消费持续活跃。1—2 月份，网上商品和服务零售额同比增长 9.2%。其中，网上商品零售额同比增长 10.3%，增速为 2024 年 6 月份以来最高水平；吃类、穿类和用类商品网上零售额分别增长 20.7%、18.0%和 4.7%。即时零售、直播带货等新模式蓬勃发展，直播电商交易额增长 16.2%。网上商品零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.2%，比上年同期提升 1.9 个百分点。

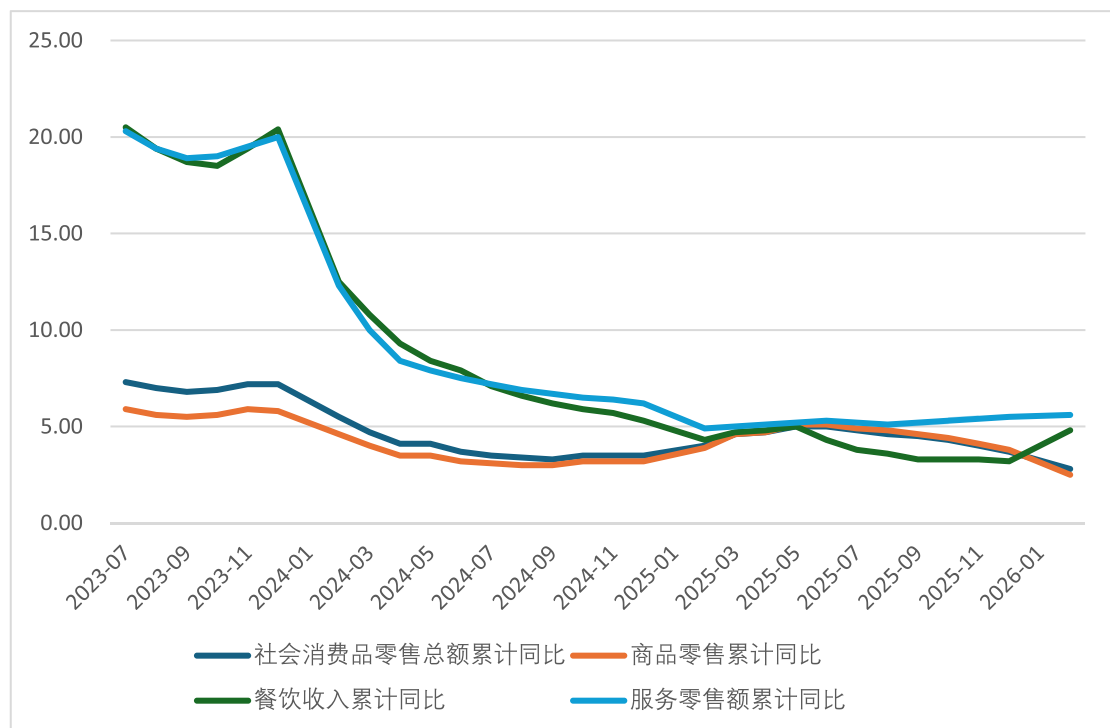


图 3 社会零售总额增速

“以旧换新”等政策推动是消费的重要动力。1—2 月份，限额以上单位通讯器材类商品零售额同比增长 17.8%；文化办公用品类零售额增长 5.8%；家用电器和音像器材类零售额增长 3.3%，其中高能效等级家电销售延续上年全年快速增长态势，增速超过两位数。

第三，出口依然是重要动力。1—2 月份，货物进出口总额同比增长 18.3%，比上年 12 月份加快 13.4 个百分点。其中，出口增长 19.2%；进口增长 17.1%。一般贸易进出口同比增长 13.5%。对共建“一带一路”国家进出口增长 20.0%。民营企业进出口增长 22.8%。机电产品出口增长 24.3%。在出口带动下，工业增速保持高位。

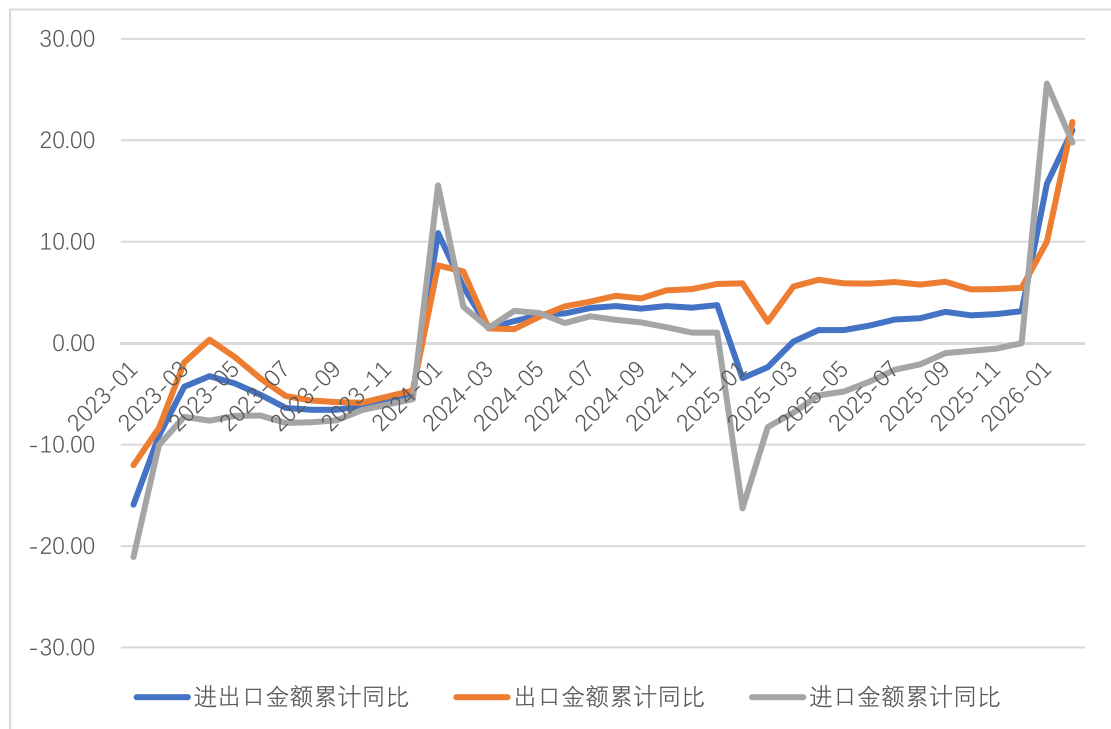


图 4 中国对外贸易增速走势

本轮净出口保持在高位，成因非常多元化。首先，进口持续弱于出口，一定程度上被动增加了净出口。其次，通过在东南亚等地区的设厂，存在一定的转出口策略，规避高关税。再次，拉美和非洲增速快，成为了出口新的拉动点。再次，AI 驱动的制造业全球需求回暖带动了相关产业链出口。最后，跨境电商推动了外贸进一步高质量发展。由于多元化的成因，这意味着净出口调节机制多，全年可以保持在高位，对经济产生有力支撑。

出口带动下，工业增速和企业效益进一步回升。1—2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.3%，增速较上年 12 月份加快 1.1 个百分点。分门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业分别增长 6.1%、6.6%、4.7%，增速分别加快 0.7 个、0.9 个、3.9 个百分点；分行业看，41 个工业大类行业中 35 个行业增加值实现增长，增长面达 85.4%；分产品看，在统计的 626 种主要工业产品中，397 种产品产量实现增长，增长面为 63.4%。

受生产加快、产品价格回暖等因素共同拉动，1—2 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 5.3%，较上年全年加快 4.2 个百分点，营业收入增长明显改善，为企业盈利恢复创造有利条件。1—2 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 15.2%，增速较 2025 年加快 14.6 个百分点。从营业收入扣减营业成本计算的毛利润角度看，1—2 月份规模以上工业企业毛利润同比增长 6.9%，上年全年为持平，有力支撑规模以上工业企业利润较快增长。从三大门类看，1—2 月份，制造业增长 18.9%，较上年全年加快 13.9 个百分点；采矿业增长 9.9%，上年全年为下降 26.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.7%。在 41 个工业大类行业中，有 24 个行业利润同比增长，增长面为 58.5%；26 个行业利润增长较上年全年加快或降幅收窄、由降转增，回升面超过六成。

工业企业单位成本有所下降，利润率有所提升。1—2 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.83 元，同比下降 0.24 元，工业企业累计成本自 2022 年以来首次同比下降；营业收入利润率为 4.92%，同比提高 0.43 个百分点。

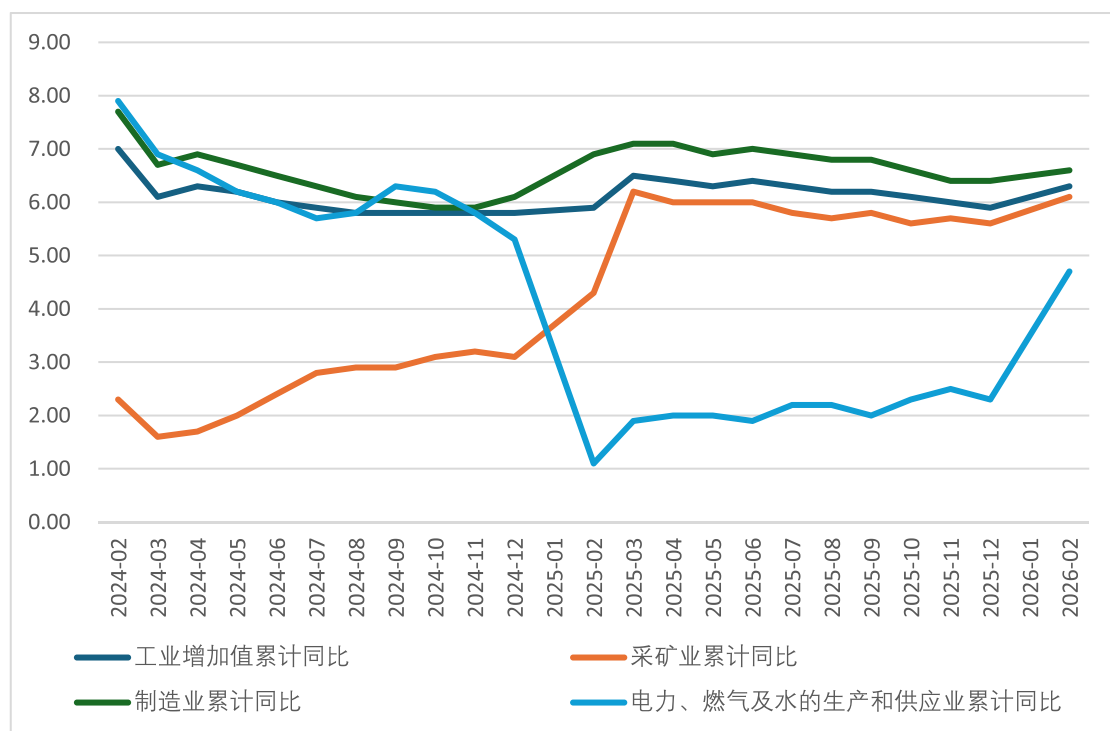


图 5 工业增加值增速

工业和制造业上行的重要动力来自于出口。1—2 月份，全国规模以上工业企业实现出口交货值同比增长 6.3%，较上年 12 月份加快 3.1 个百分点，为上年

4 月份以来最高增速。在有出口的 40 个大类行业中，26 个行业出口交货值同比增长，增长面达 65.0%；32 个行业出口增速较 12 月份加快或降幅收窄，回升面为 80.0%。其中，装备制造行业出口表现亮眼，铁路船舶航空航天、汽车、专用设备行业出口交货值均实现两位数增长，增速分别为 32.1%、27.7%、18.1%，分别加快 7.4 个、8.4 个、3.2 个百分点。

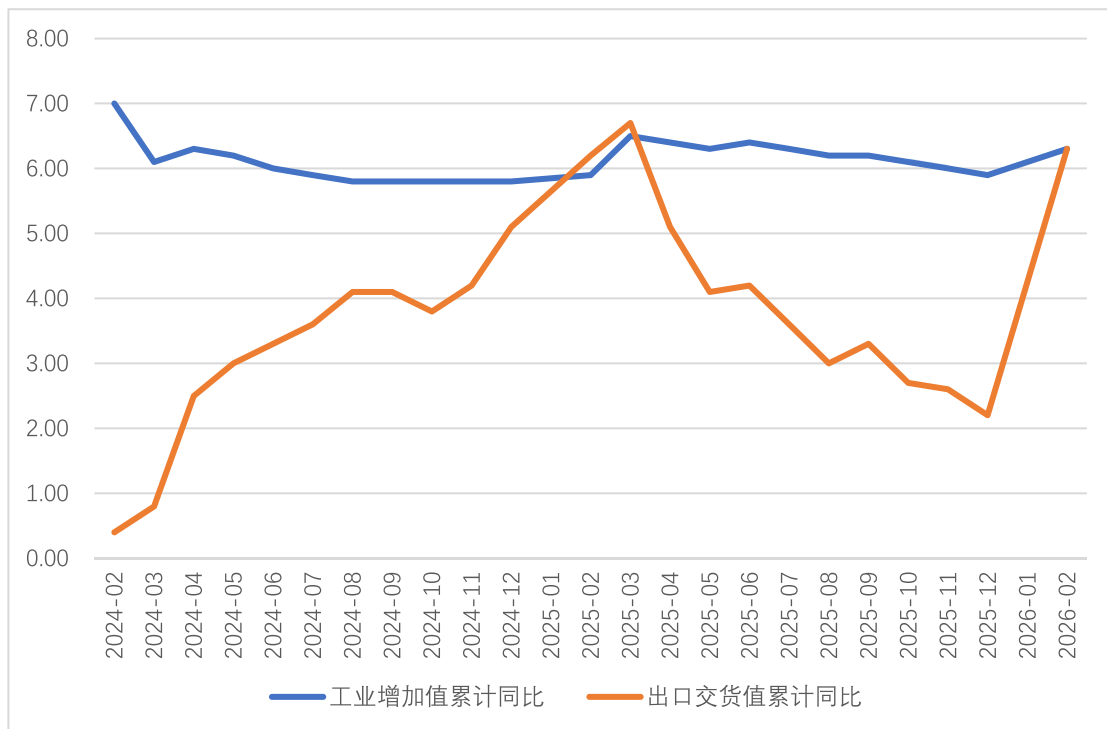


图 6 出口交货值带动工业上行明显

维度 2：财政、金融数据表明政策持续发力

1-2 月，全国一般公共预算支出同比增长 3.6%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出同比增长 4.5%；地方一般公共预算支出同比增长 3.5%。民生领域是 2025 年财政支出的重点发力方向。卫生健康支出同比增速分别为 17.3%。基建相关支出增速中。城乡社区事务支出 7.7%。节能环保支出同比增速 5.4%。但是要注意的是，债务付息支出当月同比增速在 22% 的高位。

政府性基金支出增速大幅回升，支出节奏较上月明显改善。1-2 月，全国政府性基金预算支出同比增长 16%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出同比增长 8%；地方政府性基金预算支出同比增长 16.3%。

2026 年 2 月，社会融资增量为 2.38 万亿元，同比多增 1461 亿元，社融存量同比增速与上月持平，为 8.2%。最值得关注的是，2 月政府债券净融资规模为

14036 亿元，同比少增 2903 亿元，余额同比增速由 1 月的 17.3% 小幅回落至 16.6%。净融资绝对规模仍处于较高水平，财政发力节奏并未明显放缓。2026 年前两个月政府债融资规模与去年同期基本持平，财政前置发力特征依然延续。

2 月新增人民币贷款同比少增 1100 亿元。从结构上看，2 月信贷呈现“企业强居民弱”的特征，企业端融资需求回暖对总量形成支撑，而居民部门延续去杠杆态势，信用扩张动能依然偏弱。2 月居民贷款同比少增 2616 亿元，其中，短期贷款同比多减 1952 亿元。前两个月，居民短期贷款累计同比少增 358 亿元，表明居民消费意愿不强。中长期贷款方面，2 月同比多减 655 亿元，反映出当前居民部门加杠杆意愿依然低迷。

从存款结构来看，2 月居民存款同比多增 2.5 万亿元，居民储蓄意愿依然偏强。财政性存款方面，2 月减少 3500 亿元，同比多减 1.6 万亿元，同样反映出财政支出靠前发力、稳增长“开门红”的政策导向。

（二）新动能持续向上，新旧动能分化明显

1. 产业升级态势明显

装备制造业“压舱石”作用凸显。1—2 月份，规模以上装备制造业增加值同比增长 9.3%，较上年 12 月份加快 1.3 个百分点；增加值占全部规模以上工业比重为 33.5%，同比提高 1.5 个百分点；对规模以上工业增长的贡献率达到 47.4%，拉动非常明显。装备制造业中的 8 个行业增加值全部实现增长。其中，在国产化替代、算力加速布局带动下，电子行业增长 14.2%，对全部规模以上工业增长贡献率达 20.6%；锂电池、光伏等绿色能源快速发展，带动电气机械行业实现量价齐升，增加值增长 8.7%，加快 4.4 个百分点；受大型船舶、大飞机等“大国重器”辐射带动，铁路船舶航空航天行业增长 13.7%，加快 4.5 个百分点；受益于产业转型升级设备更新、机器人生产加快等因素，通用设备行业增长 8.9%，加快 1.4 个百分点。装备制造业推动工业企业利润结构持续优化。1—2 月份，规模以上装备制造业营业收入同比增长 8.9%，高于全部规模以上工业企业 3.6 个百分点。营业收入快速增长，带动规模以上装备制造业利润同比增长 23.5%，较上年全年加快 15.8 个百分点；规模以上装备制造业利润占全部规模以上工业企业比重达 30.4%，同比提高 2.0 个百分点，利润结构持续优化。从行业看，装备

制造业的8个行业中有5个行业利润实现增长,其中,电子、铁路船舶航空航天、电气机械行业利润增长较快,同比分别增长203.5%、11.4%、6.2%。

制造业高端化趋势明显。1—2月份,规模以上高技术制造业增加值同比增长13.1%,对全部规模以上工业增长贡献率达31.5%。其中,飞机制造、电子工业专用设备制造、生物药品制品制造等行业分别增长25.5%、23.4%、16.6%;民用钢质船舶、医疗仪器设备及器械、动车组、发电机组等高端设备产品产量分别增长37.5%、37.2%、34.1%、21.6%。

工业数智化转型稳步推进。规模以上数字产品制造业增加值增长8.8%,其中,电子元器件及设备制造、智能设备制造等行业分别增长12.4%、10.6%;工业控制计算机及系统、3D打印设备、工业机器人等设备产量分别增长90.0%、54.1%、31.1%,5G智能手机、模拟芯片、液晶显示模组等电子类产品产量分别增长39.2%、24.3%、19.2%。

绿色产品增势强劲。锂离子电池、固体废弃物处理设备、风力发电机组、水质污染防治设备等产品产量分别增长42.6%、32.4%、28.7%、25.7%,碳酸锂、太阳能工业用超白玻璃、生物基化学纤维等绿色材料产品产量分别增长29.3%、11.5%、11.2%。

高技术制造业利润快速增长。1—2月份,规模以上高技术制造业利润同比增长58.7%,较上年全年加快45.4个百分点;拉动全部规模以上工业企业利润增长7.9个百分点,拉动作用较上年全年增强5.5个百分点。从行业看,智能化产品制造发展向好,智能无人飞行器制造、智能车载设备制造、其他智能消费设备制造行业利润分别增长59.3%、50.0%、31.3%;半导体产业快速发展带动链条行业利润增长较快,半导体分立器件制造、光电子器件制造、电子电路制造行业利润分别增长130.5%、56.1%、19.5%。

新动能对相关原材料制造业利润带动明显。1—2月份,在新动能相关产业快速发展、需求增加的带动下,规模以上原材料制造业利润同比增长88.3%,较上年全年加快71.1个百分点。从行业看,有色行业利润增长148.2%,其中铝压延加工、有色金属合金制造、铜压延加工行业利润分别增长264.0%、205.1%、50.8%;化工行业利润增长35.9%,其中无机盐制造、无机酸制造、有机肥料及微生物肥料制造行业利润分别增长518.5%、306.3%、38.5%。

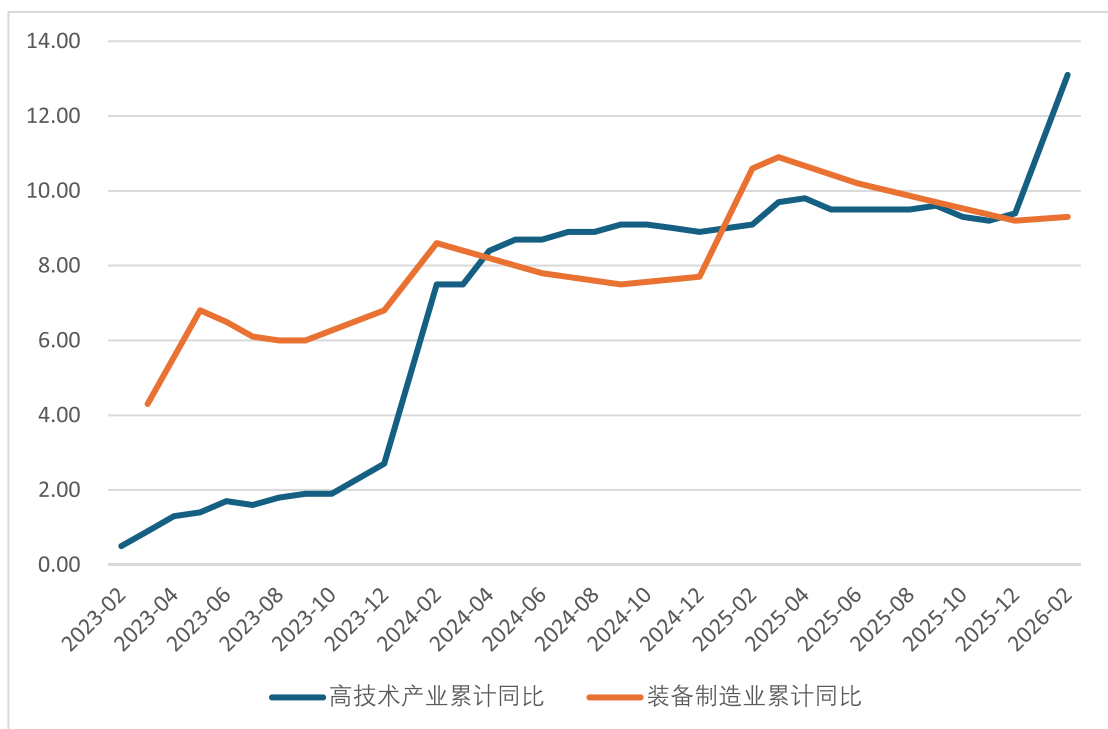


图 7 装备制造业和高技术制造业增速

2. 现代服务业展现蓬勃动力

在春节因素以及促消费相关政策显效共同作用下，服务业实现较快增长。1—2 月份，服务业生产指数同比增长 5.2%，增速比上年 12 月份加快 0.2 个百分点。分行业看，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业生产指数分别增长 10.1%、8.2%、7.0%、6.3%、5.4%。2 月份，服务业商务活动指数为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点；服务业业务活动预期指数为 55.8%。其中，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。值得注意的是，人工智能发展对于信息服务需求的拉动比较明显，1—2 月份信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增长 10.1%，这 2 年信息技术行业一直保持高速增长。同时，在春节因素的带动下，今年 1—2 月份交通运输、住宿餐饮等行业生产指数增速比上年 12 月份明显回升。

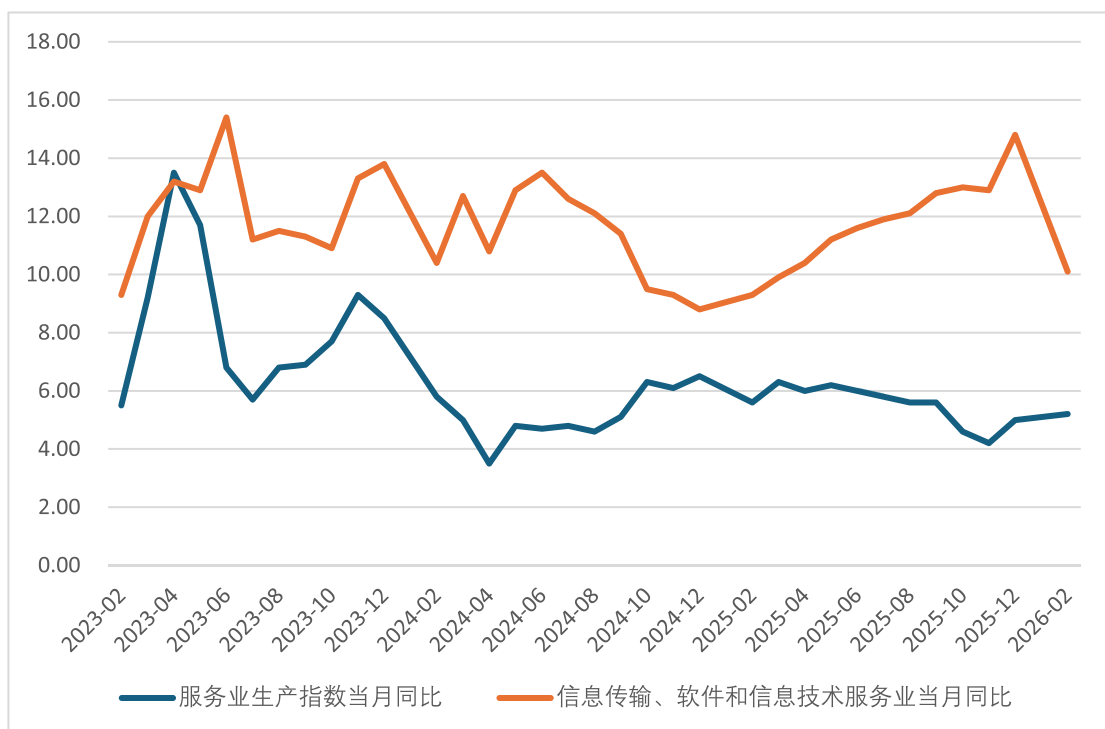


图8 人工智能带动服务业发展

3. 高技术产业投资奠定现代产业体系基础

创新驱动发展成效持续显现，新质生产力发展稳步推进，高技术产业投资较快增长。1—2 月份，高技术产业投资同比增长 5.1%，增速比全部投资高 3.3 个百分点。高技术制造业投资同比增长 2.9%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 20.2%，电子及通信设备制造业投资增长 5.0%。高技术服务业投资同比增长 10.0%。其中，研发与设计服务业投资增长 20.6%，专业技术服务业投资增长 19.4%，信息服务业投资增长 16.5%。“两新”政策优化实施，带动效应持续显现，设备购置投资快速增长。1—2 月份，设备工器具购置投资同比增长 11.5%，增速比全部投资高 9.7 个百分点；拉动全部投资增长 1.9 个百分点；占全部投资的比重为 17.8%，比上年同期提高 1.6 个百分点。

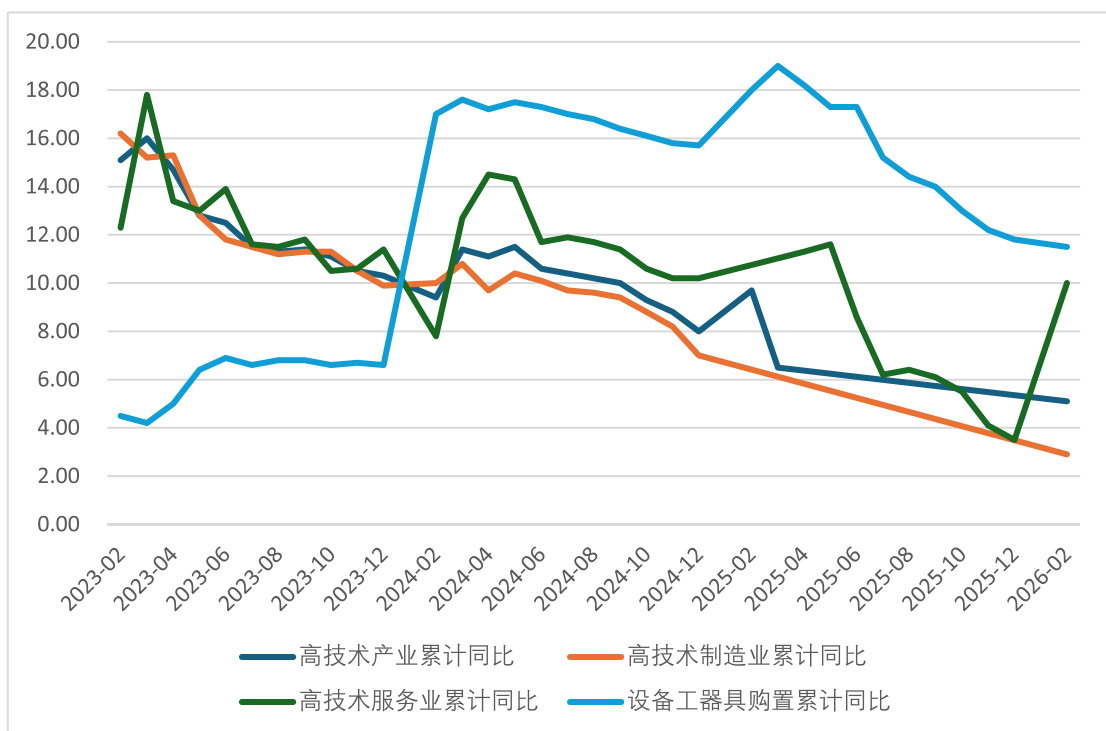


图9 高技术产业投资

4. 贸易结构持续优化

多元化成效继续显现。前2个月，我国对于东盟、欧盟进出口总额分别增长20.3%、19.9%，对共建“一带一路”国家的进出口增长20%。新增长点不断壮大。工业制成品出口占比提升，机电产品、高技术产品出口增长较快，对外贸出口带动增强。1—2月份，机电产品出口增长24.3%，高技术产品出口增长24.2%。集成电路、船舶等技术含量较高的产品出口增势良好。同时，数字贸易、绿色贸易发展向好，也有利于形成新的增长点。发展活力持续释放。我国外贸活力体现在新业态新模式快速成长，也体现在各类外贸企业积极开拓海外市场，拓展外贸新空间。1—2月份，民营企业进出口同比增长22.8%，快于全部进出口；外商投资企业进出口增长15.3%，保持较快增长。

（三）2026 年经济将保持平稳运行

综合2026年1-2月份数据，当前经济运行主要问题依然是内需不足，出口和政策推动基础设施投资是目前的重要动力。一季度的“开门红”能够延续吗？

解释宏观数据和预判未来走势需要一个分析视角，一般而言是找一个稳定的标尺与当前数据进行对照分析。当前的宏观经济分析中经常使用两把标尺。一把

是历史标尺，即与我国改革开放以来的各周期进行类比，与历史同期增速进行比较，推断当前经济相比于以往的强弱程度。另一把是发达国家标尺，即与美国、欧洲、日本等发达国家同一发展时期进行比较，用美、日、欧同发展阶段的运行特征作为参考点判断中国经济的发展动向。与自身比较和与他人比较，这两把标尺都有一定的参考意义。

但是，我们要特别注意到，2023 年以来，中国宏观经济的运行显著“超预期”。例如，2023 年后，我国没有呈现市场普遍预期的 V 型反转，而是一种非典型复苏；但是，当很多机构判断 2025 年经济将进一步下行时，经济运行又比市场预期显著平稳。“超预期”成为了近两年宏观经济分析的高频词。实际上，所谓的“超预期”就是判断宏观经济的基准点失灵了。在对本轮经济周期的分析中，常用的两把标尺都失灵了。一方面，中国宏观经济运行规律深刻变化。运行规律是经济参数之间稳定的相关或者因果关系。例如，在以往的中国经中，用电量和经济增速、人流量和消费量、金融和实体经济之间都存在较为稳定的关系。在 2023 年以来，这些关系不再稳定，宏微观、行业间、行业内充满分化与背离。由于运行规律发生变化，利用以往的参数关系外推，判断经济和行业发展趋势就不再准确。另一方面，我国经济发展模式更加独立，与西方传统发展轨迹之间的差异不断加大。这使得简单类比也就不能成立。因此，为了判断 2026 年经济走势，需要梳理我国宏观经济运行的新特征，找到新的分析视角和框架，也就是新的标尺。

第一，当前供给与需求在改革开放以来首次出现系统性方向性错配，供给强需求弱，其中需求弱是当前经济的主要矛盾。改革开放以来，我国 GDP 累计同比增速和 GDP 平减指数累计同比增速只有数量上差异，但是运行方向保持一致，同时向上或者向下，相关系数为 0.52。其中，1978 到 1989 为 0.19，1990 到 1999 年为 0.78，2000 到 2009 年为 0.67，2010 到 2019 年为 0.75，2020 到 2022 年为 0.53。但是，从 2023 年以来，两者运行方向截然相反，宏观经济增速向上，价格持续向下，两者相关系数为-0.23。这种情况的出现是我国的统计方法遇到了当前特殊的经济运行状态。我国在季度 GDP 统计中采用生产法，以各行业的增加值来计算。考虑到价格可比性，生产法可以在一定程度上体现为产量。经济运行速度相对较高表明各行业产量上升，反映的是产能和供给恢复良好。价格背后是销售。经济增速与价格的背离就体现了当前生产强，但是销售不畅的状况。

改革开放以来我国首次出现了供给和需求的全面方向性错配。生产侧恢复的越来越好，产量不断增加，需求端恢复相对缓慢，增速不断放缓。需要注意的是，供给和需求的错配不是相对对方而言，而是两个独立因素，是相对于自身趋势值，也就是产量相对于历史正常期越来越大，但是需求相对于历史正常期越来越弱。

为了识别供给和需求两个因素的相对重要性，参考 GDP 平减指数持续为负、GDP 增速慢于疫情之前、下行压力持续加大等情况看，总需求曲线收缩幅度大于总供给曲线扩张幅度，所以总需求不足是当前经济的主要矛盾。

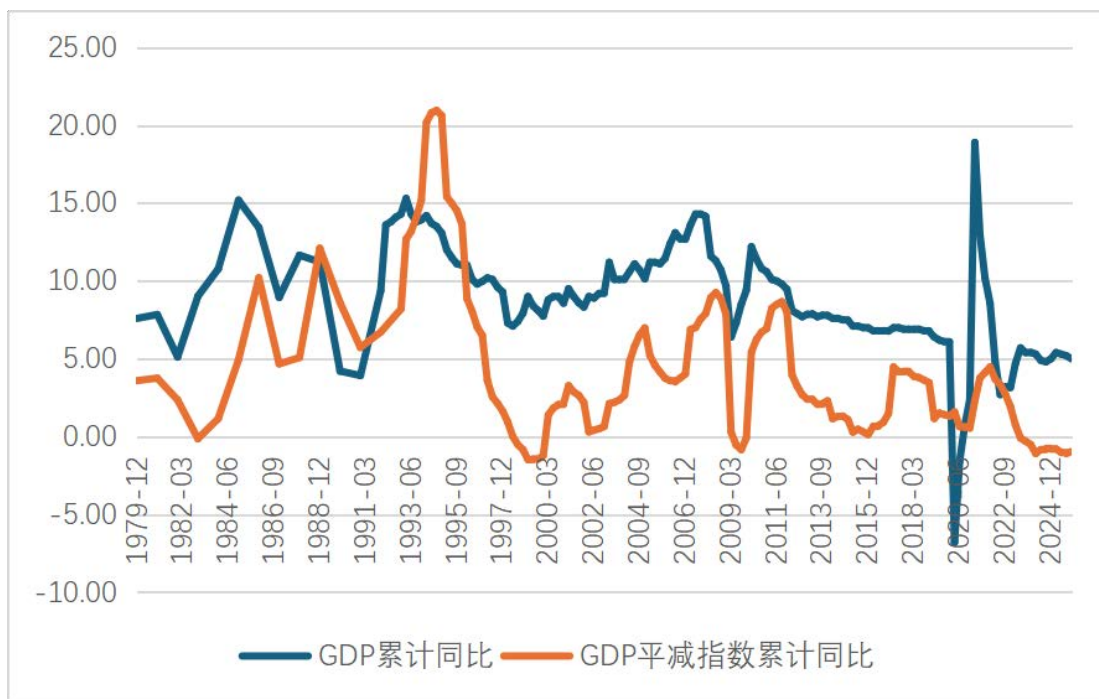


图 10 经济增长与价格增速

资料来源：Wind 资讯

由于宏观上总供给和总需求的方向性错配，产生了一系列新问题。首先是宏观体感差。很多宏观数据表示的生产逻辑，也就是供给端逻辑，数据较强，但是众多微观数据反映的是需求端，自然就较弱。其次，供强需弱导致价格持续下行。再次，价格下行之下名义 GDP 增速不断放缓。在 2010 年一季度之后，实际经济增速和名义经济增速都在下降，但是，实际增速总共下降了 7 个百分点，名义增速下降了 14 个百分点。2025 年名义 GDP 增长率只有 4%。由于我国众多经济指标都依赖于名义增速，例如地方政府税收等，这就导致了经济主体感受到经济压力急剧增大。最后，价格下行后导致目前微观上陷入了降本增效的收缩性循环。

2025 年前三季度，A 股上市公司合计实现营业总收入 53.41 万亿元，同比增长 1.06%；合计归属母公司股东净利润 4.7 万亿元，同比增长 5.35%。表面上看，营收和利润都实现了正增长，企业经营正在恢复。但是利润等于营收减去成本，目前的利润增速明显高于营收增速，表明利润更多来自于企业的降本增效。对于微观企业而言，降本增效是一个理性的选择。但是对于整体经济而言就会陷入“节俭悖论”。一个企业的支出是另一个企业的需求，如果所有企业都在降本增效，社会的需求就会进一步降低，导致企业只能进一步降本增效，陷入一种收缩性循环。

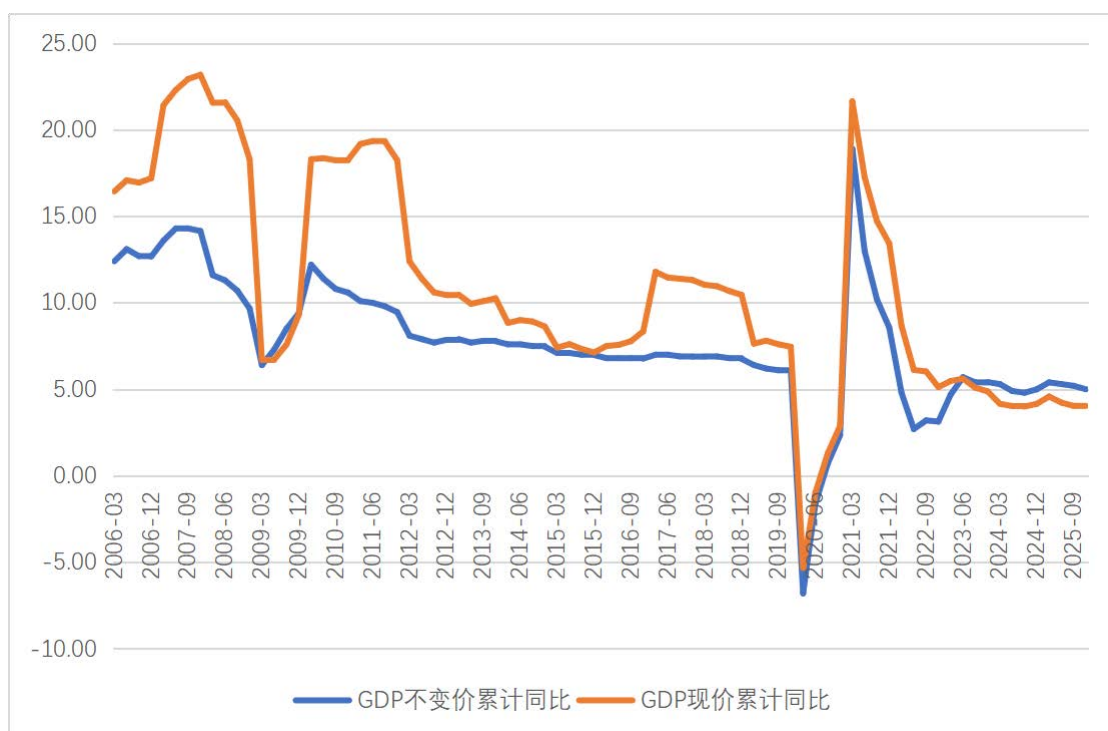


图 11 实际与名义增速

资料来源：Wind 资讯

第二，供给强背后有市场型因素，更有政策扰动下的产量累积。传统上，我国供给波动主要来自于企业自身的投资饥渴症等方面。本轮供给端不断走强背后同样可以看到企业按照以往惯例乐观预测总需求，进而扩大产能的因素，也更因为流量思维下以竞争求生存等放大因素。但是，本轮生产强的背后也可以看到大量的政策因素。本轮供给强的时间点恰恰也是 2015 年以来我国持续去产能阶段。这种巧合说明更深层次的产能扩张力量超越了去产能政策。例如，国有企业的考核压力和地方政府不规范的招商行为，扭曲了供给。国有企业为了满足战略新兴行业占比指标，不顾效益大量投资。地方政府为了拉项目，竞相加大补贴力度，

成为企业价格战的最终买单方。同时部分地方政府为了稳定就业，导致传统企业无法顺利退出，行业产量不断累积。

第三，需求端从外需扰动全面进入内需不足，特别是消费不足阶段。改革开放以来的经济波动，例如 1998 年和 2008 年，都是以外需不足为主要特征。内需一般是经济上行推动力。但 2023 年以来，净出口对经济增长的贡献率显著提高。2025 年，货物和服务净出口对经济增长的累计贡献率 32.7%，货物贸易顺差比 2024 年增长 19.8%。因此，本轮总需求不足主要表现为内需不足，这与以往的周期显著不同。内需不足主要表现在三个方面。首先，房地产投资下降幅度大、持续时间长。其次，基建投资增速放缓。可以注意到的是，在狭义基建投资放缓的同时，电力投资承担了压舱石的作用。最后，更要引起关注的是国内消费。以往，国内消费增速保持平稳，一直是 GDP 增长的压舱石。但是 2023 年以来，社会零售总额增速放缓，服务消费增速也在下滑。从类型上看，房地产后周期、社团消费持续放缓。从地域上，与以往四五线城市消费不足不同，本轮主要体现为一线城市消费活力下降。例如，2023 年以来，北京的社零增速一直慢于全国。总体看，本轮经济运行外需强、内需弱，内需中消费和投资均呈现弱势。

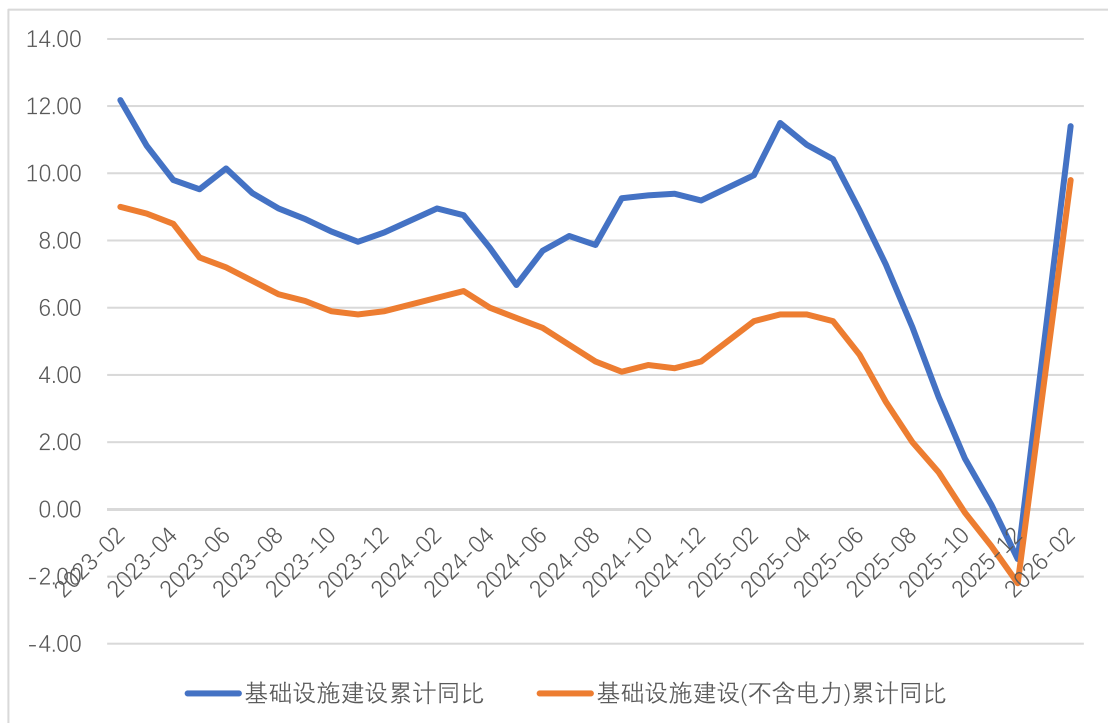


图 12 基建投资

资料来源：Wind 资讯

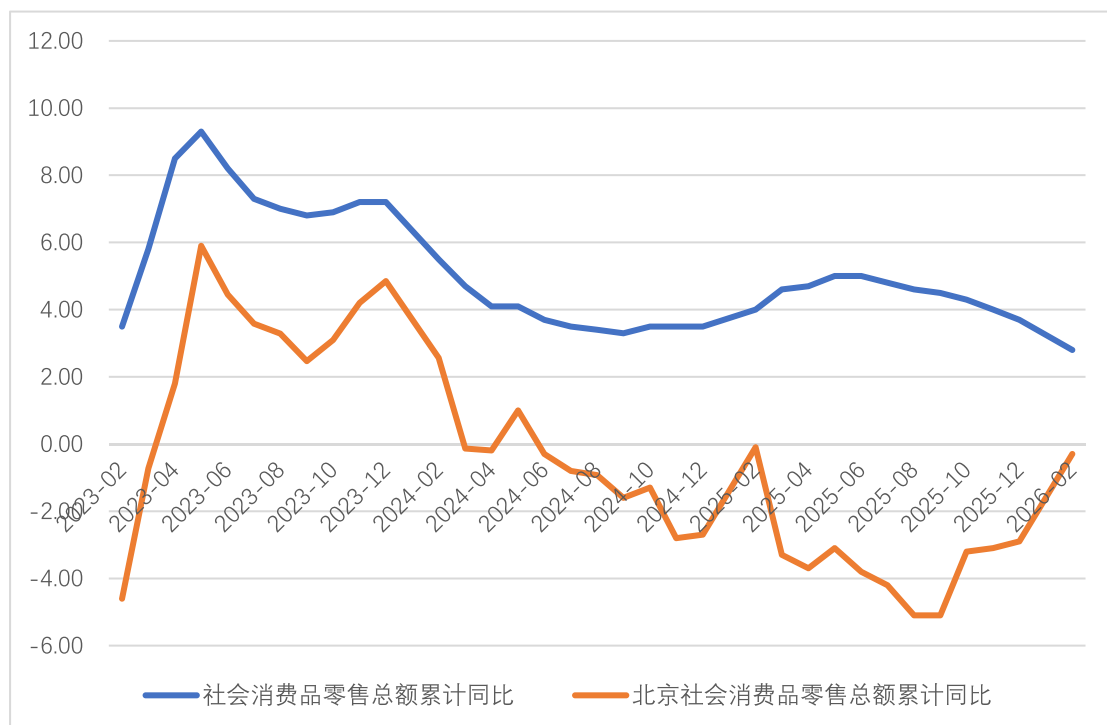


图 13 社零增速

资料来源：Wind 资讯

第四，行业运行的周期性特征和联动性特征发生明显变异，企业行为日趋短期化。首先，从行业的周期性特征看，上行期显著缩短，下行期显著变长，导致宏观经济的去库存周期显著变长。其次，行业之间分化严重，新兴行业盈利能力较好，传统产业呈现快速下行。再次，行业内部上中下游分化也日益突出，即使在整体表现较好的新兴产业，上中下游分化现象也日益突出，行业传导不畅现象日益凸显。最后，行业增速对经济增长的指示作用不断变化。例如，电力、金融数据对经济的指示性变弱。这就反映了总体需求偏弱，行业发展的主要驱动力是政策面联动供给面。

第五，经济主体行为日趋保守化和短期化，预期显著变弱。本轮经济运行中，企业投资意愿和居民购房意愿显著下降，私人银行和居民储蓄存款的快速增长表明预期仍在持续变弱。保守性也导致企业行为短期化倾向突出，掠夺性经营模式日渐显著。

第六，宏观政策效果呈现脉冲性。2023 年以来，政策效果呈现脉冲性，在短时间起效后，效力迅速下降。这意味着政策的传导机制已经发生了重大变化，传统的乘数效应急剧下降。

总之，2023 年以来的经济运行和以往的经济周期特征发生了根本性变化，新特征可以概括为表 1。从这些新特征中可以看出当前存在的一系列经济循环堵点。例如，供给端“内卷”加剧、微观降本增效收缩性循环、房地产市场深度调整、房地产调整和名义增速放缓导致地方政府收支压力加大等。这些堵点指向了供给和需求的方向性错配。

表 1 中国经济运行特征对比

	传统经济周期特征	本轮周期新特征
供给端	生产扰动来自企业自身的“投资饥渴症”和“规模扩张症”	生产受到地方政府政策冲击，产生扭曲，僵尸企业问题持续
需求端	1. 外需波动，内需稳定 2. 内需中投资波动，消费相对稳定 3. 一线城市消费是稳定器 4. 基建投资波动，房地产投资是稳定器	1. 外需强，内需弱 2. 内需中投资和消费双疲弱 3. 消费下沉，城市层级与消费增速反向相关 4. 基建投资和房地产投资增速双下降
行业端	1. 行业景气周期较为规律 2. 行业间运行具有一致性 3. 行业内运行具有一致性 4. 需求驱动为主，行业对经济的指示作用强	1. 行业上行期显著缩短，下行期显著变长，宏观去库存周期显著变长 2. 行业之间分化严重 3. 行业内部上中下游日益分化 4. 供给驱动为主，行业对经济的指示作用弱
经济主体	1. 对未来预期强 2. 行为进取化和长期化	1. 对未来预期弱 2. 行为保守化和短期化
宏观政策	1. 政策效果强 2. 发挥效果时间长	1. 效果弱 2. 效果“脉冲化”

资料来源：作者整理

在这些堵点中，最为关键的是总需求传导机制失灵。近年来我国宏观政策在供需两端频频发力，但是难以带动价格，进而带来全面的总需求复苏，拉动下游

行业。形成这种运行状况的主要原因是传统的经济周期传导方式，即刺激政策——价格上升带动利润增加——资产负债表稳步修复——信贷扩张——拉动投资——推动经济上行，出现了失灵，下游行业难以跟进。

当前，固定资产投资等政策对 PPI 等推动作用非常有限。以往，我国第二产业投资周期项和 PPI 的周期性因素存在着明显的正相关，价格的宏观效应明显。但是，当前，PPI 周期项与投资的周期项之间不再相关。这也是前文提到的经济规律发生变化的又一例证。

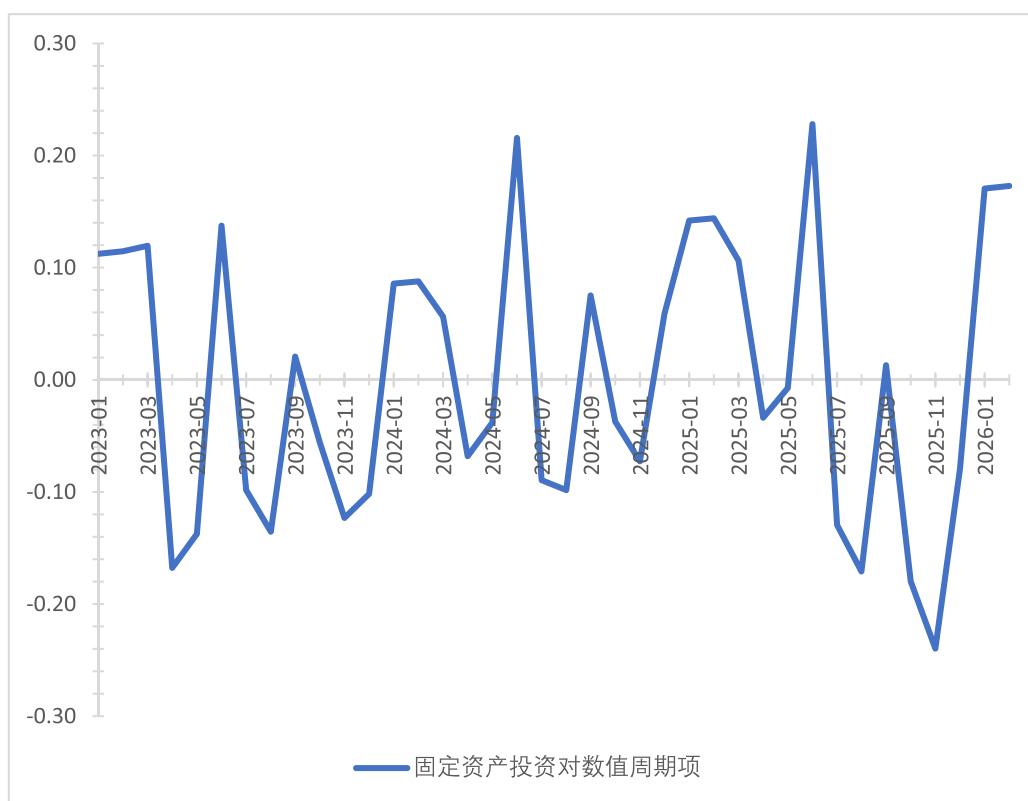


图 14 固定资产投资对数值周期项

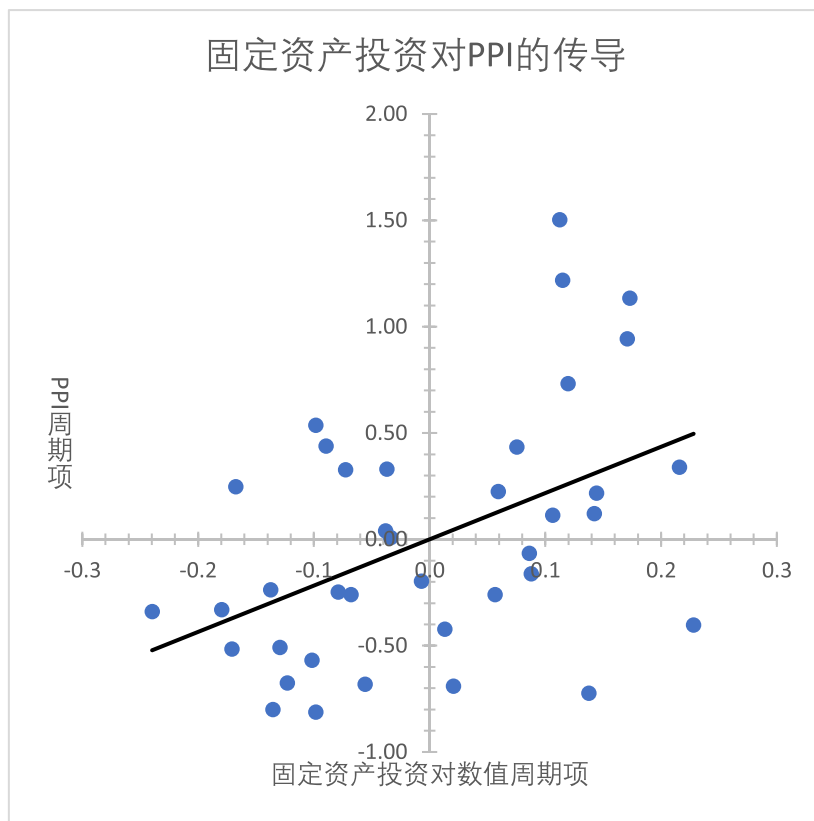


图 15 固定资产投资对 PPI 的传导

同样，2005 至 2008 年，剔除建筑业以外的我国第二产业投资周期项和 CPI 的周期性因素存在着明显的正相关，价格的宏观效应明显。在当前，投资的周期性因素对 CPI 周期性因素的拉动但是日渐减小。

更要注意的是，当前价格传导机制受阻，即 PPI 向 CPI 传导不畅。价格与投资增速脱钩就更为严重。2017 年以来 CPI 呈下行趋势，对投资的拉动作用有限。这表明需求端的价格传导机制虽然保持有效，但未能最终拉动投资。PPI 和 CPI 价格效应难以发挥，投资增速一直在低位徘徊，这就是的宏观政策和改革成果不能通过投资乘数等发挥出来，全社会难以得到有效辐射。反过来，这又使得上游行业的价格上涨对下游行业产生上下游行业分化严重。

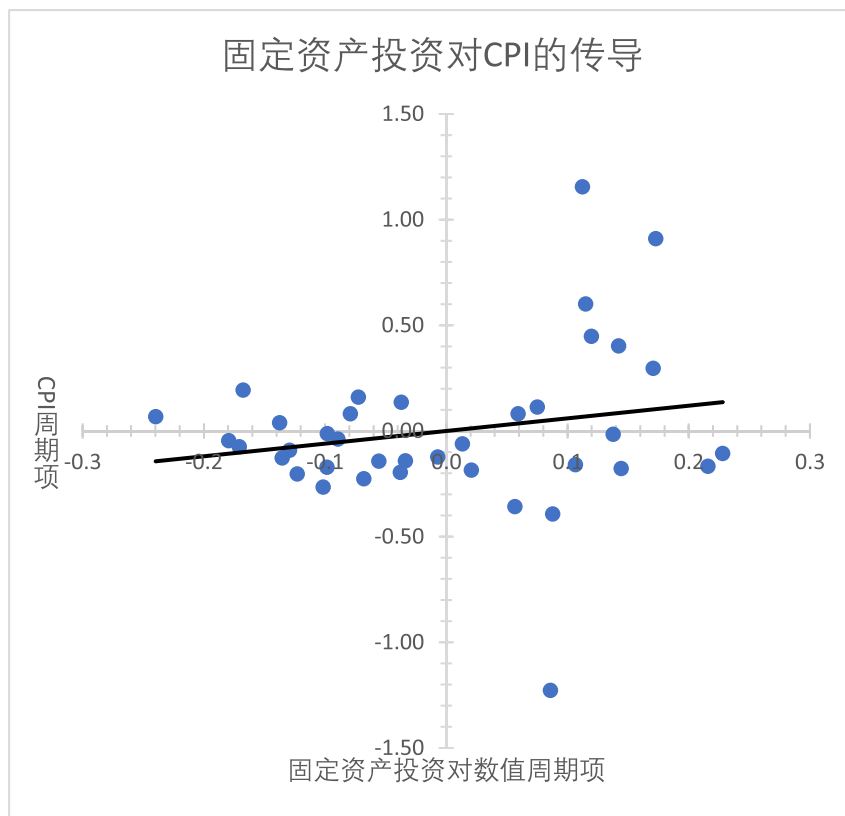


图 16 固定资产投资对 CPI 的传导

以本轮经济周期的新特征和当前经济循环中的新堵点为标尺，2026 年 1-2 月份数据总体上与标尺吻合，也就是还在本轮周期中。主要的变化是基础设施投资增速发生了急剧变化，显著提高。这背后是“十五五”重大工程前置、政策性金融工具支持等。结合出口的延续性和基建增速向上，2026 年的中国经济总体上可以保持平稳。但是，如果能让中国经济走出一轮新周期，需要打破当前周期的堵点，进入新的经济增长和循环模式。问题在于，打破经济循环堵点的突破口在哪里？

第二部分 打破经济循环堵点的突破口——现代化产业体系 与分配体系

（一）经济运行新特征和新堵点的成因

1. 地方政府管辖权（资源）资产化发展模式

面对经济运行出现新特征，最容易想到的原因是经济发生了新冲击。我国经济在近年确实面对一系列新挑战。首先，2022年以来，伴随着商品房销售面积和销售额持续负增长，房地产投资持续下行，房地产行业成为经济变化最显性的推动因素。其次，随着2021年之后土地成交金额陷入负增长，同时财政支出压力加大，地方政府的债务问题不断凸显。最后，居民资产负债表缩水，财富效应拖累支出。三大冲击交织之下，国内需求增速不断放缓。

但是，前述三大冲击无论是在冲击发生的时间点、名义与实际变量背离、消费强弱和行业运行特征等方面均不能很好解释经济运行新特征。我国经济运行新特征在2023年之后全面显现，但是苗头在2017年左右已经出现。首先，2017年名义价格上升没有带来实际GDP的复苏，意味着传统的宏观传导途径受阻，名义变量与实际变量的正相关性就开始变弱。其次，2017年后中国经济就表现出更广范围和更多层面上的分化特征。其中包括：1）各类价格指数及价格指数内部构成走势分化；2）行业复苏和利润增长分化；3）企业盈利主体分化；4）景气运行分化；以及5）地区增长和发展持续分化。再次，价格水平向产出总量传导不畅，国内PPI和CPI与固定资产投资、特别是民间投资脱钩，起不到拉高利润、促进投资的作用，使得投资乘数等调节机制失效。最后，也是要特别关注的，从2018到2019年经济运行压力陡然增大，主要压力来自于国内消费对经济增长贡献率下滑。

因此，2023年以来的资产负债表冲击等更多是一种周期性表现和结构放大器。本轮经济运行新特征是中国进入发展模式深度转型期，经济发生了结构性和机制性变化。经济发展模式转型过程中原有交易关系破裂、交易模式失灵，新的交易关系和交易模式还在形成中，导致市场需求不足。

本报告的中国经济发展模式是从经济增长出发的狭义概念。广义而言，中国经济模式包括基本制度、经济体制、发展道路、转型方式和全球化方式等方面构

成的综合体。如果从经济增长角度看，地方政府行为模式的转变起到了重要作用。在西方国家，社会生活的各项法规往往是工业化和都市化进程的产物。在我国，主要是国家政策推动了社会转型，社会转型与政策转型形成互动，影响了政策转型。所以，讨论经济增长模式，不能绕开政府，尤其是地方政府。例如，地方政府不仅仅是地方公共服务的提供者，更是地方经济发展的主导者。改革开放以来，地方政府如何推动地区经济增长呢？

在快速工业化时期，地方政府推动经济发展的主要手段是“招商引资”。通过“招商引资”推动本地工业化和城镇化进程，快速城镇化又提高了住房和土地需求，使得地方政府能够通过高价出让住宅和商服用地获取丰厚的“土地财政”收入。一些研究将以土地出让为核心的收入称为“土地财政”，将以土地储备为支撑的债务融资称为“土地金融”。随着工业进程的逐渐放缓，“招商引资”压力骤增。地方政府为了继续促进本地投资、提高 GDP，更加依靠基建和房地产投资。基建和房地产投资是相互促进的，互为放大器。基建投资给地方政府带来了巨大的资金压力，土地财政和土地金融就成为最好的融资手段，特别是以政府储备用地抵押为基础的贷款和城投债。

上述经济发展模式表现为产业园区、招商引资、房地产快速上行等特征。表面上看，这些特征可以被归因于中国特殊的土地政策和制度。但更进一步的是，地方政府如何对这些政策“创造性执行”。例如，2008 年后土地供给总量大幅增加，但地方政府在配置土地用途时，并没有相应比例地增加住宅用地供应，而是将更多的土地用于基础设施建设。控制住宅用地的供给可以维持房价和地价，对土地出让收入影响有限，同时可以用更多的土地储备和更高的土地抵押价值来支撑土地金融和地方政府债务。

进一步探究，这些“创造性执行”是政府的手段，而不是根本的发展模式。发展模式体现了哪些主体是主要推动力量，生产要素如何进行组合，又如何在生产、分配、流通、消费各环节进行循环。进一步梳理产业园区、招商引资、房地产这些关键特征，其运行机制背后的共同点是地方政府管辖权（资源）的资产化。地方政府能够在中央设定的开发土地总量后，决定不同的土地用途规划，也就是最大化资产总价值。通过土地的资产化就产生了房地产、新区开发等等。地方政府通过将财政资金、地方国有资源等打包注资，就产生了地方政府融资平台，推动基础设施建设等。

资产化必然对应着金融化，这一进程也是我国金融高速发展的时期。一种观点认为我国地方政府类似企业的董事长，政府办企业推动经济发展。实际上，资产化模式下，我国地方政府更类似于一个金融机构，通过各种金融“创新”手段完成了社会的资本“原始积累”。管辖权（资源）的资产化叠加大规模引进外资，迅速将我国从劳动要素密集型国家带入到了资本要素密集型国家。最为典型的的就是我国房地产市场。我国房地产是土地在先和金融化两个逻辑的产物，与西方从建筑业逐步自发发展而来不尽相同。这就导致我国房地产在发展动力上更体现为旧城改造和新区开发为代表的“造城运动”。随着旧城改造和“造城”空间变小，房地产投资的空间也就逐渐变小。特别是，由于房地产是从金融逻辑开始，导致房地产企业负债率天然较高，目前依然在 75%以上，显著高于国际 51%的水平。这就意味着我国房地产企业的脆弱性较高，一旦销售下降，债务压力将导致企业经营困难。

资产化发展模式的另一个方面是经济的非正规化。非正规化的主要作用是降低和分散经济发展成本，例如农民工保障、社保缴费、各类限制性政策执行等等。综合资产化发展模式的两个主要途径，政府主要作用是通过提高收益，降低成本为社会提供了更多的交易空间，从而有更多企业寻找到了盈利机会，推动了经济增长。

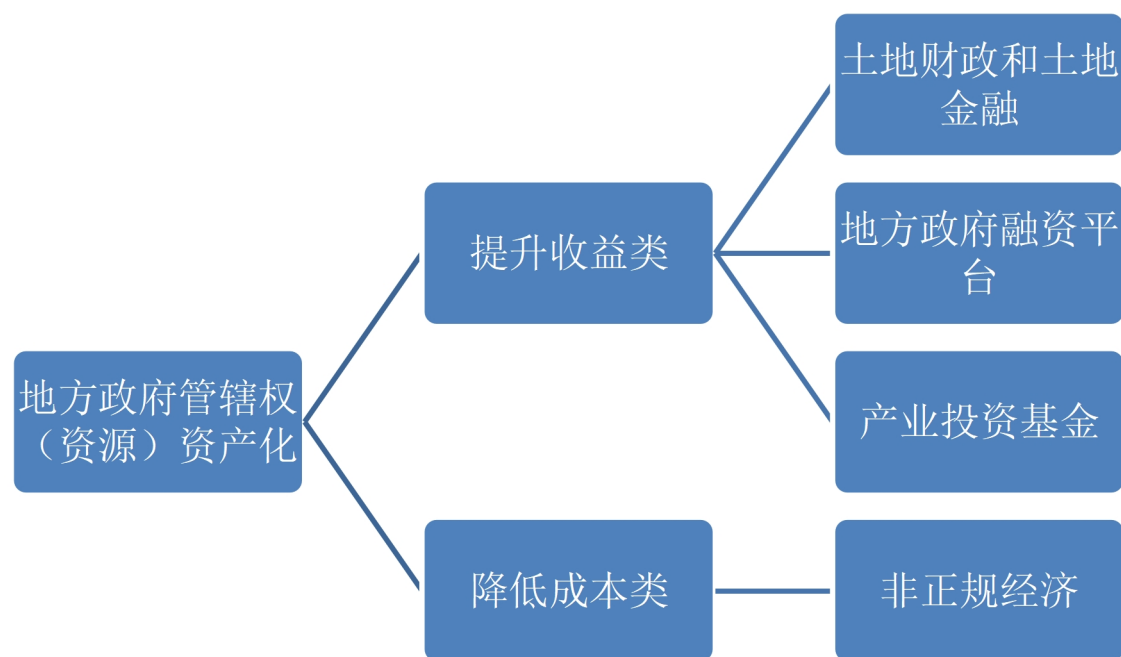


图 17 中国经济发展模式

资料来源：作者整理

从供给和需求两端看，地方政府管辖权（资源）资产化发展模式潜力都会逐渐耗尽。从供给端看，资产化过程会伴随着收益率下行和债务率上行，两者综合作用，通过资产化推动经济增长的空间就不断下降。例如，以地谋发展模式从扩张到衰竭，房地产等传统行业增速不断放缓。“十五五”规划《建议稿》将现代化产业体系放在首位，特别提出了“着力打造新兴支柱产业”，对冲传统发展模式带来的主导产业支撑不足问题。从需求端看，地方政府管辖权（资源）资产化模式不适合消费转型升级。按照国际经验，在人均国内生产总值进入高收入国家水平阶段后，商品消费增速将见顶放缓。我国目前居民消费中商品消费占比与美国基本类似，可以判断未来增速会趋势性放缓，服务消费将日益成为稳定经济的“压舱石”。资产化发展模式下，主要以商品生产为主，尤其是针对短缺型经济的快速积累期适用。随着需求端调整速度显著加快，服务消费多样性需求远远快于供给端调整速度，导致服务业发展不充分、放大总需求不足、供需错配等问题更加严重等。

2. 发展模式转型产生经济循环堵点

前面看到本轮经济周期中存在很多新的堵点，其背后的原因在于生产要素陷入管辖权（资源）资产化逻辑，产生了地方政府保护、要素市场化配置不足、存量债务、生产与消费不匹配导致消费不足等第一部分分析中展示的堵点。

第一，维护管辖权（资源）资产化导致的地方政府保护。地方保护政策是指地方政府为保护本地企业和市场而采取的措施。在表现形式上，既有技术壁垒、行政限制等经济手段，也有司法庇护、环保执法弱化等社会治理领域。随着我国治理体系建设，通过显性方式进行保护的现象已经越来越少了，逐渐转换成隐性方式。例如，在竞争政策中，为促进招商引资，一些地方或部门会给予特定企业一定的税收优惠，减免行政事业性收费，或者给予企业与税收挂钩的财政性奖励或补助。与此类似，通过要素获取、资质认定、招标投标、政府采购等方面壁垒，向当地企业提供各种优惠政策。这种行为，本质是统计、财税、考核制度等地方管辖权存在一定的不一致性，地方政府将这些差异资产化，以垄断形式提升当地企业收益，阻碍了国内大市场建设，降低了资源配置效率。

第二，要素市场化配置不充分。地方政府管辖权资产化主要以要素市场完成，这就导致为了提升本地区收益率，要素市场仍然存在着较多的阻碍要素自由流动

的体制机制障碍。例如，劳动力自由流动方面，社保在全国范围内能否统筹。政务数据方面，各政府部门在数据收集、共享方面更多考虑自身利益，容易导致信息难交换、不共享，政务系统间形成了众多“信息孤岛”。同时，各地在发展中产生了大量低效率存量要素，例如闲置土地资源。要素间协同不足，特别是技术要素同资本要素的协同不充分。

第三，高额存量债务限制了各类主体支出和转向新发展模式的能力。资产化本身就对应着金融化，金融化带来债务化。加之地方政府是主体，这就产生了“政府—国企—民企”三角债新特征与风险。相比于正常企业间债务，三角债呈现复杂的网状债务结构，涉及企业往往缺乏实际偿付能力，依赖“债务滚动”维持企业生存，主要为正常商业信用以外的非自愿拖欠。由于是管辖权资产化，地方政府自然成为重要债务起点。民营企业集中在债务链末端，涉及面广，涉及时间跨度大。这导致了三角债对经济的影响面巨大，几乎涵盖了大多数民营企业。清理拖欠中争议大。政府项目中往往包含很多口头承诺，一旦主管领导换人，“新官不理旧账”，或者旧账难以说清。债务长期拖欠本身对民营企业经营能力就产生了较大影响，解决中的争议更是放大了不满等情绪，成为对企业信心影响最大的因素之一。

第四，资产化模式影响收入分配，生产与消费不匹配导致消费不足。由于传统模式主要体现为房地产和基础设施建设投资，导致了居民消费持续不振。近年来，我国消费主要依靠消费下沉来完成。消费下沉遇到了两个问题。首先，下沉空间不断收窄。随着我国上网人数超过 12 亿，日均上网时长超过 7 个小时，C 端的流量达到了顶峰，我国逐渐从流量红利时代走向了存量时代，依靠下沉的空间变小了。其次，下沉遇到了收入分配问题。消费下沉是创造消费空间。美国主要是通过创造中产阶层和消费信贷的办法实现了消费下沉。例如，福特通过 8 小时 5 美元工作制，首创了固定劳动时间，提高劳动工资，创造了中产阶层，也为自己的汽车培养了消费者。在大萧条时期，福特坚持增加工资，以期望促进需求，激活市场。但是，资产化模式下我国目前收入分配状况遇到了一系列挑战。以基尼系数变化情况作为参考，改革开放之后，我国基尼系数迅速攀升，WID 基尼系数和 SWIID 基尼系数呈现出一致的变化趋势。1978-2021 年，我国基尼系数上升了 0.18 左右。由于消费在下沉过程中遇到了空间收窄和收入分配恶化问题，导致此种机制弱化，对消费的拉动作用不断减小。

3. 经济转型的可行路径

由于管辖权的资产化对应着金融化，金融化对应着负债化。所以，原有发展模式必然伴随着各类主体负债的增长。在没有完成模式转型之前，很难真正完成化债。

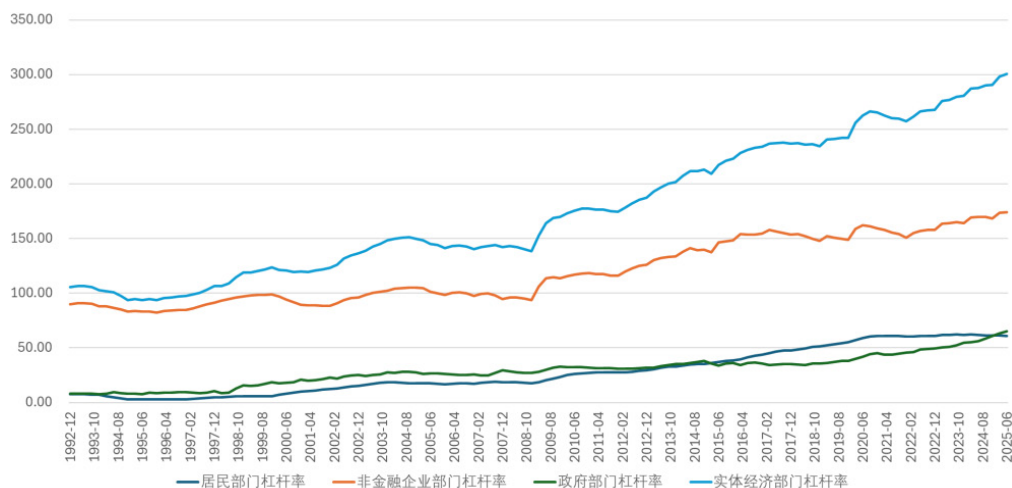


图 18 杠杆率

资料来源：Wind 资讯

从全球经验看，化债包括六类办法。第一类，直接违约不予偿还。2008 年美国次贷危机就属于这种类型，往往会引发金融危机。所以，此路径不可行。第二类，大幅度削减政府支出。这在理论上可行，但是我国是民生型政府，以人民的美好生活为导向，需要加强而不能削弱支出。第三类，大幅度增加税收。在当前的转型中，这类办法显然也不是可行的。第四类，财政赤字化。可以通过债务置换的方式，将地方政府债务置换到人民银行的财产负债表中，转化为央行的债务，通过发行货币的方式予以化解。这条道路在理论上是可行的，但对我国可能有更为长期的不利影响。第五类，盘活存量国有资产。这条道路的极端形式是一切国有资源尽可能资产化，一切国有资产尽可能证券化，一切国有资金尽可能杠杆化。这条道路是可行的，也可以在短期中解决问题。但是，其本质是地方政府管辖权（资源）资产化的极端形式，可以说治标不治本。所以，如果要完成根本性转型，只剩下以创新推动产业升级，提高名义增长的道路。为此，“十五五”时期的根本任务，就是要建设好现代化产业体系。

（二）产业升级的动力

产业结构背后的市场内生力量可以分为需求和供给两个方面。需求端力量主

要通过收入效应发生影响。经济发展带来人均收入提高降低了居民的恩格尔系数，提高了消费层次，促进产业结构从低端升级到高端。伴随着改革开放以来人均收入的提高，城乡居民已经从温饱等基本需求过渡到对于居住和医疗保健等较高层次需求的追求。为适应市场需求的变化，我国的三次产业结构占比就出现了农业持续下降和第三产业的大幅度攀升这些特征。

供给角度的力量主要是通过相对价格效应发生影响，即不同产业产品相对价格导致产业结构的变迁。当相对价格发生变化之后，消费者的预算约束线发生旋转，导致了消费结构的变化。从其来源的角度，相对价格变化背后是不同产业间的技术进步差异与全社会资本深化。首先，如果农业生产率快于工业和服务业，就可以将大量劳动解放出来，转移到第二和第三产业。同样，如果第二产业的技术进步率快于第三产业，就可以将第二产业中的劳动力释放到第三产业。其次，资本深化也驱动了我国工业（制造业）向服务业的结构转型。资本深化是资本劳动比的上升，反映了资本积累与劳动力积累的相对增长速度。从上世纪 80 年代中期至今，由于投资增速远快于劳动力增速，我国一直处于资本深化过程中。在存在资本深化的情况下，会发生从资本密集型部门到劳动密集型部门的转型。现代制造业部门相比服务业而言是资本密集型的行业，如果存在资本深化的情况，由于资本的积累速度大于劳动力的增加速度，那么制造业部门（资本密集型部门）必定比服务业部门（劳动密集型部门）增长得更快，从而生产出更多的工业产品，导致制造业部门产品的相对过剩。这将导致其价格的下降，并使得部分的资本会从制造业部门转移至服务业部门，服务业部门中的资本占总资本存量的比例必将增加，即发生从制造业部门到服务业部门的转型。

收入效应和相对价格效应是一般性的产业结构变迁动力，我国目前产业升级是哪种力量推动的？未来又如何进一步推动产业升级呢？

首先，我们可以利用社会最终消费支出中的比重定义产业结构。图 19 和图 20 是两组反事实拟合结果。若保持相对价格固定在 1992 年的水平上，即相对价格效应不起作用，得到图 19。图中虚线反映的就是收入效应独立发挥作用时得到的各部门最终消费支出比重拟合值。若保持总收入（总消费支出）固定在 1992 年的水平上，即收入效应不起作用，得到图 20，图中虚线反映的则是相对价格效应独立发挥作用时得到的拟合值。显然，图 19 的拟合效果优于图 20，后

者甚至得到与实际数据变化趋势截然相反的拟合结果, 这说明只有收入效应起作用比只有相对价格效应起作用时对数据的拟合更好。这意味着在最终消费支出的定义下, 收入效应的贡献更大, 是导致各部门最终消费支出比重变化的主要动力。

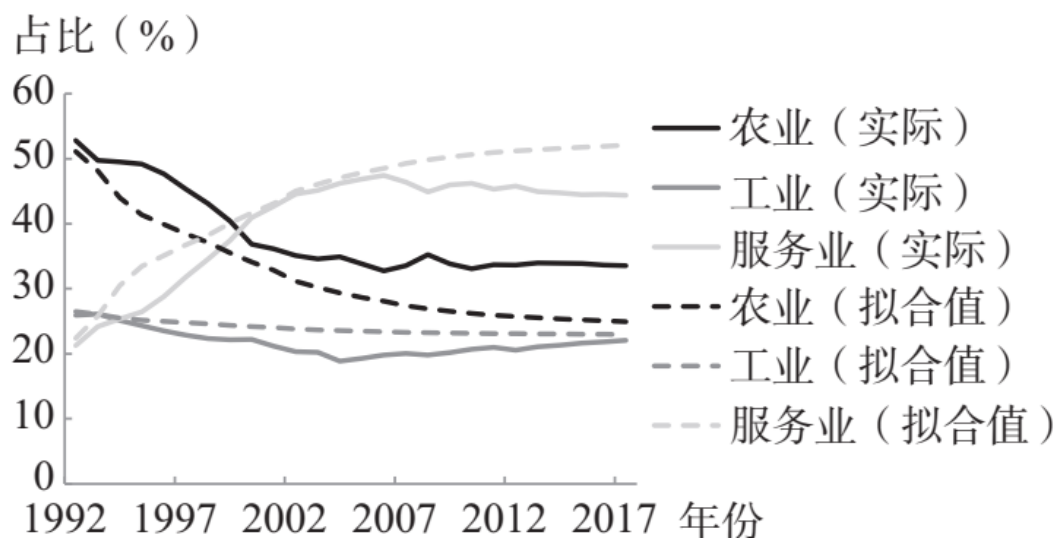


图 19 收入效应

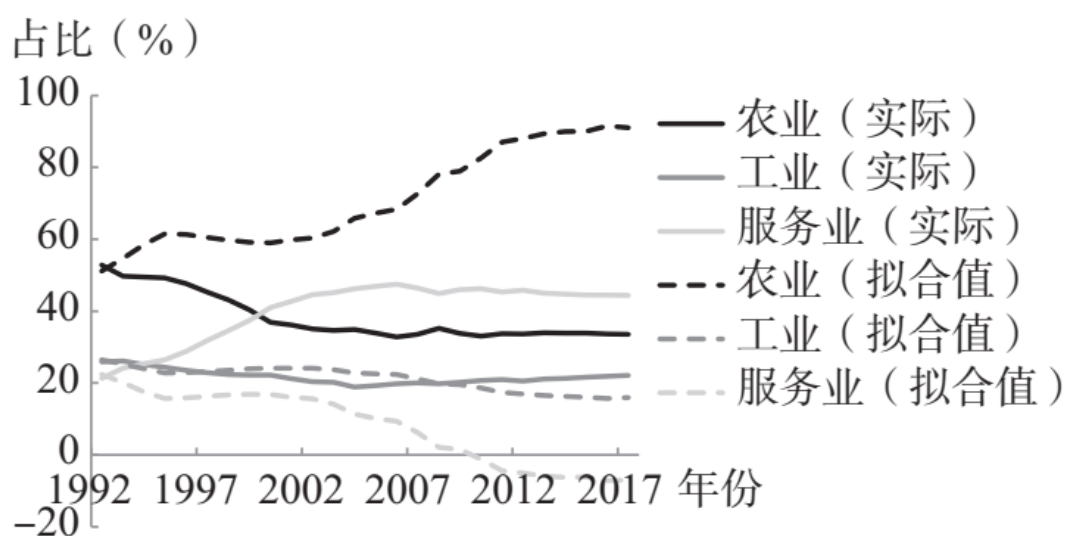


图 20 相对价格效应

其次, 我们可以利用增加值的比重定义产业结构。为了得到三部门历年生产者价格消费支出数据, 可以采用两种方法进行计算。一种是将最终消费支出定义下构造得到的按照购买者价格计算的三部门消费支出剔除掉流通费用得到三部门生产者价格消费支出, 另一种是利用支出法 GDP 中的最终消费和投入产出表最终消费分配结构近似得到。先利用流通费率进行计算。图 21 显示的是在保

持相对价格不变时得到的结果，虚线反映收入效应；图 22 则是保持总消费增加值固定时得到的结果，虚线反映相对价格效应。显然，图 21 的拟合效果整体上优于图 22。当只有收入效应起作用时，图 21 显示，模型仍能刻画出农业比重下降和服务业比重上升的整体趋势；而当只有相对价格效应起作用时，图 22 显示模型拟合出与三部门比重实际变化趋势截然相反的结果。这一结果意味着，在中国 1992 年以来的居民消费结构升级过程中，收入效应起到了至关重要的作用，而相对价格效应的贡献较小。因此可以得到与最终消费支出定义下相一致的结论，即收入效应是驱动居民消费结构升级的主要动力。

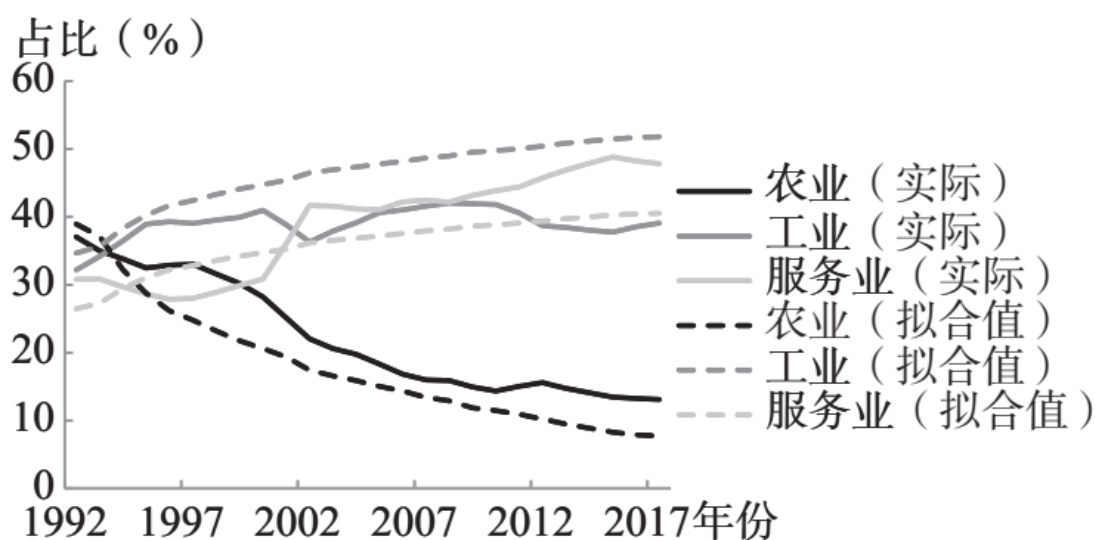


图 21 收入效应

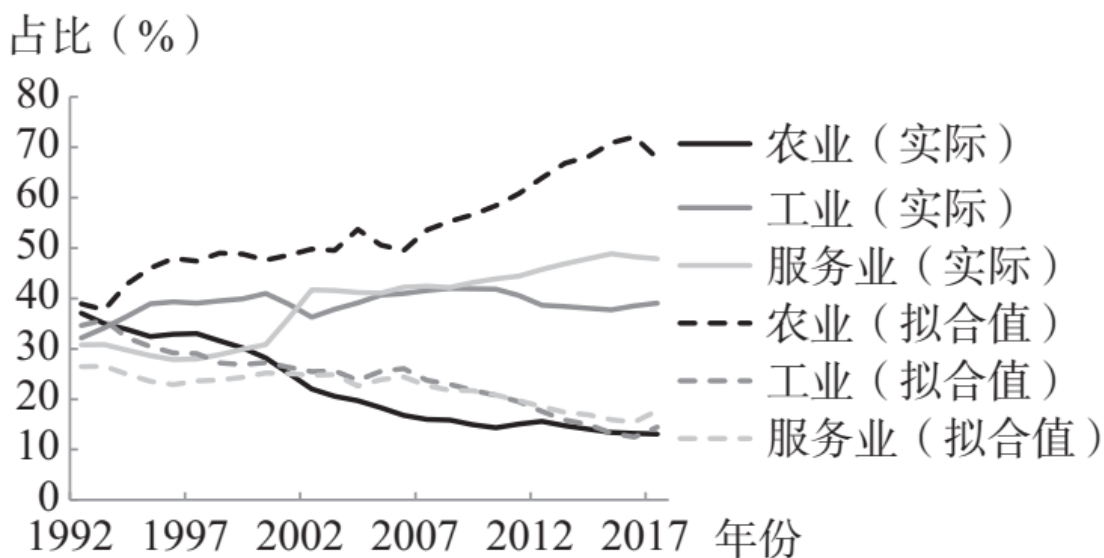


图 22 相对价格效应

再利用中国历年支出法 GDP 和投入产出表各部门最终消费值进行分析。对于农业和服务业两个部门,当只有相对价格效应起作用时,会得到了与实际趋势相反的结果;而只有收入效应起作用时,大致能刻画出这两个部门的整体变化趋势。然而值得注意的是,对工业部门而言,收入效应较好地拟合了 2002 年之前的变化趋势,而在 2002 年之后相对价格效应对整体趋势的贡献更大。这意味着,从整体上看,收入效应在我国 1992 年以来的居民消费结构升级过程中发挥着至关重要的作用,但自 2002 年起,相对价格效应的重要性有所上升。

收入效应是我国居民消费结构升级的主导驱动力,这反映出我国居民收入快速增长带动消费层次不断提高的重要事实。伴随着我国经济进入高质量发展阶段,促进居民消费结构升级仍需要重点发挥收入效应的作用。因为只有收入水平提高,人们才会减少对基本生存型消费的需求,增加对服务等发展享受型消费的需求。此外,相对价格效应对居民消费结构升级的重要性在上升。这意味着,加快居民消费结构转型升级不仅需要在需求侧增加人们的收入,更需要在供给侧激励技术创新和资本积累,提升供给体系的水平和质量,让供给更好地适应、引领和创造新需求,通过供给侧结构性改革带动供需的良性互动。关键问题是,我国目前的技术创新能够支撑产业不断升级吗?

(三) 中国创新模式

改革开放以来,我国的创新经历过两个大阶段。首先是“山寨”阶段,即“吸收——引进——再开发”阶段。在这一阶段,创新的核心是反向式设计。企业通过更改产品设计来削减成本,权衡产品替代方案,使产品功能遵循特定的成本结构。有时候,这个过程会牺牲质量和性能,在性能与成本中寻找一种动态平衡。反向式设计过程产生的产品类似于原型产品,但是通过简化组件、更便宜的材料以及更好的可制造性设计,以低成本和以令人难以置信的速度进行大规模生产。反向式设计保留了逆向工程的核心特征,产品开发过程基于现有产品或产品设计。但是,企业不是尝试复制原始模板,而是创建具有鲜明特征的新产品。我国成本优势并非主要源于较低的要素成本,而是经过深思熟虑的知识密集型变更产品设计的结果。反向设计加速迭代和跨界,中国成为世界上最为激烈竞争的市场之一。早期的深圳就是这种模式的代表。深圳的“三来一补”装配模式塑造了深度分工体系和契约精神。通过分工和制造,深圳的企业积累了丰富的细分工缄默知识,

生产工艺能力的进步推动走向以创新为导向的高质量增长。产业链的精细化分工让创新创业成为可能。新企业可以专注产业链上很小的环节，不需要很多的资产，创业成本更低。这使得企业边界大大缩小，专业化企业形成新的商业信誉。信任合作形成行规，产业链得以高效运作，降低整个产业的运营成本，构成了难以匹敌的创新生态系统。一轮接一轮的转型衰退，成就了一批又一批创新企业，孕育了一波波新兴产业。

当前已经到了中国创新模式形成的新阶段。在 2017 年 2 季度报告中，我们明确反对当时提出的新周期观点，理由是我国还没有形成足够支撑产业全面升级的创新模式。当前，我们认为这个阶段已经初步显现，我们已经可以看见新周期的曙光。莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量。对于我国的创新模式依然存在着视而不见、听而不闻的现象。这种观点实际上是以美国创新模式作为标准，认为只有美国模式是对的，而忽视了中国模式的独特之处。

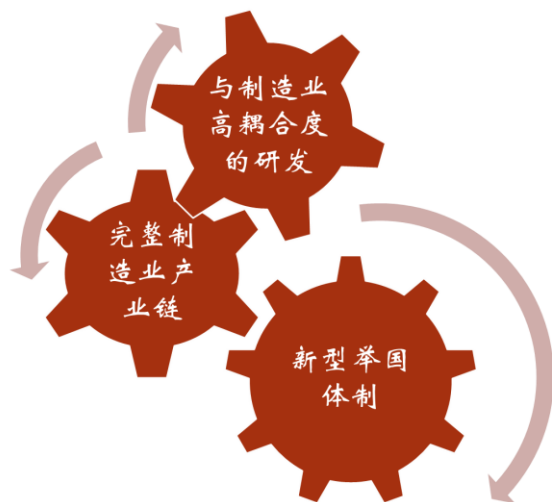


图 23 中国创新模式

澳大利亚战略政策研究所（ASPI）《关键技术追踪器》报告指出，中国的高影响力研究占比第一的技术领域达到了 57 项（相当于 64 项的 90%）。这一方面是因为新增的评估技术里面，中国优势领域更多；另一方面也是因为短期内中国在几乎所有技术领域的高影响力研究产出都在陡峭上升。而且，高垄断性的 24 项技术，全部由中国领先。20 年时间，全部 64 项的技术的主导权，已经逐步从美国转向中国。在 2003-2007 年，中国的优势领域只有 3 项；到了 2013-2017 年，中国领先的已经达到了 28 项；到了 2019-2023 年，中国达到了 57 项。美国则从最初的 60 项减少到目前的 7 项。欧盟作为一个整体，是中美以外最大的挑

战者，过去 5 年里，在所有 64 项技术中都名列前 5，在 30 项技术上排名第 2；但从 20 年的时间跨度来看，欧盟的高影响力论文占比，正在被中美两国所挤出。

1. 完整的制造业产业链

经过多年发展，我国制造业已形成完备产业体系，制造业规模占全球比重约 30%，连续 13 年位居世界首位。中国是当今世界上唯一拥有全产业链的国家。在联合国产业分类所列的 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类中，只有中国拥有全部的工业门类。经合组织 OECD 发布的数据显示，2023 年中国制造业总产值占全球 35%（美国 12%、日本 6%、德国 4%、印度 3%、韩国 3%、法国 2%、意大利 2%），超过第 2-10 名的总和。

制造业在经济中有着非常独特的作用，不能简单将三次产业并列。根据我国投入产出表，制造业每 1 元产值可带动上下游产业链（如物流、金融、信息技术）约 2.35 元增加值。制造业企业发明专利授权量占全国总量的 72.3%，其中通信设备、新能源装备、生物医药领域占比超 40%。美国的研究同样证明了这一点。美国国内制造业增加值乘数为 3.6，用于最终需求的国内制造业增加值每增加一美元，经济中其他地方的增加值就会增加 3.6 美元。

对于制造业有一系列传统的经济理念。例如国家失去制造业主要是由于生产率上升；生产经济会被服务经济自然取代；低工资、低成本的生产者不可避免的取代成本较高的生产者；不要担心失去商品生产，国家会保持生产高价值先进技术的领先地位；创新和生产不同，即使生产分布在全球范围内，创新能力依然存在等等。不幸的是这些结论目前来看都不成立。制造业是一个复杂的网络，一旦复杂价值链被打乱，就很难将它们重新组合起来。一个经济部门一旦失去就很难复活，在失去一个经济部门的同时，也就失去了在该领域进行创新的潜力。

2. 与制造业高耦合度的研发

传统理念认为，主导的创新模式是管道模式。这种模式将发明和创新描绘成始于研究投资，然后被注入创新管道，最终形成新产品。在这个模式中政府提供基础研究，最终被企业吸收成为突破性新产品。这种模式仅仅对研究过程进行政府投入，之后由民间研发机构介入，后续完全由市场的自发演化决定。在这种模式下，政府主要支持研究型大学，之后是大学的技术转化过程。

在管道模式之上，有一种延伸管道创新模式。政府推动创新在每个创新阶段移动，不仅仅支持前端研发，而且支持每个后续阶段，从先进原型到论证、实验平台，甚至进入初始市场创建。

这两种创新模式有共同的假定即制造业必定自然转向低成本生产商，生产过程中所需的知识含量相对较少，且容易复制。生产所需的知识仅会通过跨国公司从外部流入，信息技术革命能够把制造业与研发、产品定义、设计、品牌 and 市场营销等环节割裂开来。这种假设的背后是针对软件控制生产设备制造产品的可编码信息技术标准使得分布式制造成为可能。这种分布式模式适用于多种信息技术产品，但是在很多产业中是无法运作的。这些部门仍然需要研发、设计和生产之间的密切联系。生产和研发设计是创新同一枚硬币的两面。

制造业主导创新是基于制造业经验的专业知识带来的生产技术、生产过程和产品创新。这是通过应用研究和开发与生产过程相结合的方式产生的。制造业主导创新通常由行业主导，由政府强力支持。这种模式的关键是认识到生产和创新是相互联系的，生产是创新的关键特征，经济创新浪潮源于制造技术和流程的突破。

3. 新型举国体制

2006 年 2 月，国务院发布了《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》，提出了科技工作的指导方针——“自主创新，重点跨越，支撑发展，引领未来”，将提高自主创新能力摆在突出位置。新型举国体制是在社会主义市场经济条件下，国家通过统筹协调政府、市场、企业和社会力量，集中资源突破关键核心技术、解决重大战略性问题的创新组织模式。在运行中，由中央科技委员会统筹协调，专项基金（如国家集成电路产业投资基金、国家创业投资引导基金）支持，国家实验室、大科学装置等平台为支撑。

第一，政府积极利用财政金融手段引导企业创新。大幅增加财政投入，确保科技投入稳步增长。各级政府部门纷纷出台政策对重点扶持的科技企业予以财政补贴，财政直接科技投入保持增长态势。政府资金支持引导了风险投资市场的快速发展，助力初创企业创新。2007 年，财政部和科技部设立了首只国家级创业投资引导基金——科技型中小企业创业投资引导基金。2008 年以后，各地政府的引导基金进入稳定发展阶段，助力区域科技创新，强化知识产权保护。推进政府采购制度，引导和鼓励政府部门、企事业单位择优购买国内高新技术及其设备

和产品。2007 年底，中央及地方政府的财政部门设立专职的政府采购管理机构。2009 年 11 月，科技部、国家发展和改革委员会、财政部联合发布《关于开展 2009 年国家自主创新产品认定工作的通知》。

第二，强化自主创新制度建设。2008 年 6 月，国务院制定《国家知识产权战略纲要》，把保护知识产权提升为国家战略，同年 12 月，《专利法》进行了第三次修订。2014 年全国人大常委会批准设立北京、上海、广州三大知识产权专门法院并成立了数十个知识产权法庭等，从行政、司法等多方面对知识产权和创新进行了保护。

第三，以产业政策推进面向国内市场的技术商业化。我国对创新落实到具体的产业政策，而不仅仅是塑造自由竞争市场。首先，大力推动高新产业发展。2008 年 4 月，科技部、财政部、国家税务总局联合出台《高新技术企业认定管理办法》。高新技术企业可以得到国家政策支持 and 研发财政补贴，享受税收优惠、财政补贴、买地即购买厂房优惠等。2010 年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》确定了七个产业发展的重点方向、主要任务和扶持政策。2020 年 7 月，中央政府下发的《国务院关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》指出“围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，培育发展新动能，提升产业发展现代化水平”等。

新型举国体制的关键一个是“链长+链主制”，一个是耐心资本，这些新的产业链治理模式使得研发和制造的高耦合度能够持续。这两个机制的核心是以产业能力提升为逻辑，而不是简单以金融投资回报为逻辑。如果以金融投资回报率为标准，会要求大企业剥离各项业务，仅仅保留轻资产，提升金融回报率。例如，链长制是中国地方政府为提升产业链韧性、推动产业高质量发展而实施的创新性制度，由党政领导干部担任“链长”，统筹协调产业链上下游资源，解决企业发展难题，推动产业链协同升级。其核心是政府主导与市场机制结合，“链长”（政府）负责环境优化，“链主”（龙头企业）负责技术引领和生态构建，形成政企合力。链主制是中国在产业链治理中的另一创新模式，是以龙头企业（链主企业）为主导，通过市场机制发挥作用，整合产业链上下游资源，推动技术协同、供需对接和生态共建。链主企业通常是行业龙头或隐形冠军，负责核心技术攻关、标准制定及技术扩散，主导构建本地化、韧性化供应链，协调上下游企业分工协作，

优化生产流程与资源配置。链长和链主互动，政府给与链主企业支持，链主地位并非终身制，政府通过考核（如产业链带动能力、创新投入）动态调整链主企业，激发持续活力。

4. 现代化分配体系

从供给端来看，劳动、资本等要素投入以及全要素生产率决定了经济的产量。这些产量需要由国内消费、国内投资、政府支出和净出口构成的总需求来实现。由于在潜在产出水平上价格总水平保持相对稳定，主要的供需调节机制是要素收入分配。具体的两种调节模式，一种是随着经济增长，利润占比提高推动国内需求，另一种是随着经济增长，工资占比提高推动国内总需求。不同的调节机制主要是由一个国家的经济结构因素决定的。需要强调的是，传统观点认为潜在产出主要是由供给端决定的，在长期中萨伊定律成立，供给创造需求，即通过要素价格调节，供给会自行找到自身的需求。但是，由于后遗症等效应的存在，实际上需求在决定长期潜在产出方面具有独立作用。2008 年全球金融危机之后，世界各国的潜在产出并没有恢复到危机之前，而是出现了持续下降就构成了这种观点的一项佐证。因此，供需平衡状态下的产出水平才构成了经济趋势性的潜在产出。

在地方政府管辖权（资源）资产化发展模式下，我国的总需求模式是利润驱动性。改革开放以来，因为工业用地、公共资源等的价格偏低，我国利润份额持续提升，劳动收入增速偏低。

但是，随着资本边际报酬下降，投资动力将会逐渐下降，利润拉动的需求模式就成为了潜在增长率提高的限制，我国需要从利润拉动型模式走向工资推动型模式，通过初次分配中提高工资性收入，扩大中产阶级比重，提高消费，为增长创造需求空间。

但是，需要注意的是，这种转型是非常困难的。以英国、美国为代表的国家在高工资之后提升了国内消费需求。在成功的案例之外，也有部分国家因为高工资导致出口成本上升，降低一国的出口优势，使得出口增长停滞，从全球化中获得收益降低。这就会导致一国陷入中等收入陷阱。这种转型的关键是消费需求的提高能不能抵消投资的减少。

第三部分 围绕打破经济堵点的政策建议

未来工作要紧紧围绕现代化产业体系和分配体系这一个硬币的两面，适应新旧动能转换的新特征和国际不确定性新情况，建设好高水平社会主义市场经济体制。宏观政策需要瞄准当前经济循环的堵点，统筹考虑节奏和持续性，稳中求进，不能盲目一次性打光子弹，看准的也要一次性给足。

（一）创新逆周期政策思路保持总量宽松

1. 阶段性实施“以支定收”财政政策

在新旧动能转换的第二阶段，需要保持财政支出力度，建议阶段性实施“以支定收”模式，适度持续扩大赤字。第一，尽管投资对当前经济拉动的边际效应已经趋弱，但以预算内投资拉动社会投资依然是稳增长的重要抓手。短期内还需要进一步加大。第二，综合运用财政补贴、贷款贴息、税费优惠等措施，加快发展战略性新兴产业，支持中小企业数字化转型，进一步增强发展动能。第三，按照优先顺序来看，稳就业是当前民生保障的首要目标，重点是支持企业就业稳岗和帮助重点群体就业创业；其次还应在完善义务教育经费保障机制、实施企业职工基本养老保险全国统筹、提高医疗卫生服务能力、做好困难群众救助工作等方面提供财政支持。

2. 加大货币政策逆周期力度

一方面，货币政策要在总量上支撑总需求，助力资产负债表修复；另一方面，货币政策也需要对房地产等结构性问题做出反应，但这并不意味着要加大结构性货币政策。

结构性货币政策对于调整结构的确发挥了积极作用，但实施过程中，由于存在大量的结构性问题，导致结构性货币政策有时容易与结构性问题叠加，对于经济修复来说是“双刃剑”。因此，未来更要强化货币政策的总量效果。

未来发挥好货币政策的总量效果要着力以金融机构的负债端为主要对象，降低金融机构，尤其是商业银行融资成本，从而稳住息差，稳定社会融资成本。1) 进一步考虑降低准备金，从而降低金融机构的资金成本，修复其资产负债表。当前我国准备金率相对世界一般水平较高。此外，在支付较高准备金时，一定时期

内会产生高公开市场操作，带来特有的“双高模式”，即高准备金和高公开市场操作，提高了整体融资端成本。因此，无论是从当前准备金率的绝对水平来看，还是为了打破中国货币政策的“双高模式”，或是为了应对中期借贷便利到期高峰，都需要降低准备金率，在置换 MLF 的基础上进一步释放流动性。2) 是进一步疏通货币供给机制，形成以无形资产等为基础的“货币供给锚”。3) 加强货币政策沟通。当前，我国在沟通中主要是对未来经济状况和货币政策调控思路进行比较笼统的描述，清晰度还有待提升。未来需要建设更加透明的沟通机制，防止将央行的货币政策过度解读。

3. 60 后和 95 后为主要对象，着力提升居民消费，特别是服务消费

未来五年，除了 1969 年 6 月份之后出生的群体，60 后出生的群体将会全面进入退休年龄。这个年龄段人数众多，未来五年将要退休 1.1 亿人左右。这导致我国老龄化不断加速，“十五五”末我国会进入中度老龄化。普遍的观点认为，这将对养老金、医保等产生冲击，同时老年人群消费下降，冲击社会消费。但是，我们要注意 60 后是一个非常独特的群体。60 后群体完整拿到了改革开放红利，获得了大量资产。同时，我国在 1998 年后全面构建社会保障体系，60 后群体的保障率高。可以说，60 后有财富、有时间、有健康，将真正开启我国银发经济的商业化时代。未来要进一步完善自驾游、康养游相关的适老基础设施建设和产品供给，以“银发游”带动服务升级。

同时，在“十五五”时期，95 后群体的晚婚、单身化倾向突出，社会转型进一步加速，我国可能会全面进入单身社会。单身社会将会增加家庭数量。社会消费量与家庭数量是密切相连的，随着家庭数量增加，为消费提供了空间。但是，单身化趋势下人们生活场景发生巨大变化，消费结构也随之改变。例如，单身化倾向是情绪消费的一个重要基础，传统婚恋本身就会产生情绪价值，但是单身化倾向需要将情绪生产外包，这就导致了情绪消费。针对消费结构变化，强化人工智能融合赋能，持续拓展新的消费增量，推动生产高效响应消费者个性化需要。

4. 疏通政策传导机制，加强政策协调，扩大政策空间

综合考虑目前我国宏观经济的运行状况，除了有必要实施更加积极的宏观经济政策，还需在政策层面上做出一些明确和有针对性的策略选择，超越常规性政策组合。短期内的核心政策取向是进一步疏通政策传导渠道，提高政策传导效率，

通过货币政策、财政政策、房地产政策、地方政府债务和资本市场综合修复社会资产负债表，从而激发市场主体活力；在中长期内，要进一步加大市场化改革，理顺市场发挥作用的渠道，发挥好价格的激励作用。

（二）用好改革红利，加快建设高水平社会主义市场经济体制

1. 以营商环境和全国性资产交易市场为突破打造好统一大市场

狭义营商环境是市场主体从事生产经营活动的自由度和便利度，例如设立企业、经营、纳税、执行合约等活动中依据政策法规所需时间和成本等。广义的营商环境核心是政府与市场的关系，例如市场主体所涉及的体制机制性因素和地方的政治、法律与文化环境等。经过多年努力，我国营商环境建设由表及里，从狭义建设到优化政府职能，从完善基础设施等硬环境到全面优化“软”环境。2024年，世界银行更新了营商环境评估框架，重点是三支柱，即监管框架、公共服务和运营效率。以三支柱为标准，评估10大主题，即市场准入、获取经营场所、市政公用基础设施服务、劳工、获取金融服务、国际贸易、纳税、解决商业纠纷、促进市场竞争、办理破产。我国当前监管框架和运营效率不断提升，公共服务是未来需要重点突破的方向。随着进入提高政府治理现代化为主要任务的新阶段，就需要处理好涉及政府治理能力的四方面关系。

秩序与活力之间的关系。目前营商环境建设一直以“正规化”为主要方向，但是自上而下的秩序使得自下而上的生长空间变得更小了。在新的阶段，需要根据中国式现代化的要求，进一步平衡秩序与活力之间的关系，提升微观活力。

市场化与政府行政之间的关系。在营商环境的构建中，市场化始终是推进的方向。但是，随着秩序的“正规化”，行政更深地介入了市场，将市场秩序整合进行政秩序。市场主体的经营都是按照市场规则来的，但是谁能够进入哪个市场，每个市场如何运作都或多或少受到行政因素的影响。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，需要保证市场在一定程度上的独立性，以法治化界定市场与政府之间的关系，政府才能更好地为市场提供需要的公共服务。

法治化与行政效能之间的关系。“法治政府建设”与“政府效能建设”存在一定的紧张关系。良好的营商环境需要稳定预期，政府用法治思维和法治方式履行职责，确保行政权在法治框架内运行。但是，法治政府建设中也存在着行政自

制与权能扩容、刚性法律与动态治理等方面的紧张关系，需要进一步处理好法治与效能之间的关系。

大企业与小企业不同诉求之间的关系。大企业和小企业在公共服务方面的诉求不同。大企业治理框架较为完善，需要的是进入现行秩序，寻求稳定性。中小企业更多专注的是生存和发展，在很大程度上还依赖于其所在的社会关系，往往表现为“能人经济”，利用各种社会关系进行腾挪，以此寻找发展空间。这一方面要求政府构建更为包容型、普惠型社会，另一方面也要求引导中小企业完善治理体系。

未来建设中，重点解决地方政府管辖权（资源）资产化带来的问题，推动政府从投资型走向服务型。首先，以全国一体化数据市场和资产交易市场为重点，推进全国统一大市场建设。着力推动地方国有资产优先进入全国性资产交易市场，通过更加充分的信息流，提升存量资产效益。在数据市场制度建设、规则标准建设、基础设施布局和跨部门合作等领域，强化协同和统一建设，整合各地数据交易所，完善交付设施的建设。进一步推动政府各部门数据融通，打通“数据孤岛”。数据管理各自为政，数据共享纵强横弱等问题依然突出。进一步构建全方位、多层次、宽领域的政务数据信息源。提高数据质量，统一标准，优化管理和监督监控，使政务数据能够做到迅速反馈、融通使用。其次，优化公共服务供给，扩大总需求。传统营商环境往往从企业端入手，优化供给。随着中国经济进入新阶段，更需要从需求端扩大企业的市场空间。在我国商品消费增速逐渐见顶之后，服务消费是未来的核心增长点。私人服务消费往往需要政府的基本公共服务作为互补品，特别是医疗卫生、教育、文化体育娱乐、金融服务、交通通讯等与基本公共服务密切相关的发展型消费。进一步加大基本公共服务财政投入，优化服务质量。最后，以新《公司法》为契机，以法治化提升中小企业治理水平。公司法修改提升了中小公司的治理灵活性，简化中小公司组织机构设置，优化组织机构职权配置。加大宣传和培训，帮助中小公司提升治理水平，进而提高高质量发展能力，增强企业活力。

2. 盘活存量资产，推动“反内卷”

原有发展模式下，多年的资产化进程帮助我国政府和企业积累了大量存量资产。“十五五”时期，产业整合将成为建设好“国内大循环”，推动经济高质量发

展的重要引擎。行业内横向、纵向整合，有助于快速优化资源配置，消除冗余产能，高效率实现“反内卷”。通过跨界并购进入新领域的跨行业整合，企业可以构建高质量的生态闭环。为此，要分类实施、探索多元路径。对有一定现金流但盈利能力不及预期或尚有提升空间的存量资产，通过特许经营、兼并重组、股权合作、混合所有制改革等方式重组提升。对不适应市场发展的存量资产，通过改变资产使用功能、调整规划用途和开发强度、拓展业务范围等方式改造运营。对于企业的非主责主业资产，可通过产权转让、资产转让、拍卖等方式处置变现，以缓解企业短期流动性压力，或为债务化解以及新项目提供资金支持。对于具有稳定现金流的优质存量资产，可以通过二次融资等方式资本运作。针对不同资产重组路径提供多元化金融工具，例如对基础设施资产的证券化（ABS）和权益融资工具 REITs。拓宽金融工具覆盖资产范围，将城市更新、保障性租赁住房、消费基础设施、产业重组等纳入支持范围。

3. 以改革推动制度创新，激发金融体系活力，提供多样性融资服务，适应现代化产业体系的融资需求。

第一，以数据驱动为导向，深化制度创新。推广深圳等地的试点，建立“主体信用+交易信用”双维评估体系，将企业历史信用与实时交易数据统一纳入动态授信模型，通过数据驱动降低金融机构对传统抵押物的依赖。打通工商、税务、海关等多部门数据接口，形成“数据确权，风险定价，融资增信”的市场闭环。加强专利、订单池、碳排放权、各类非标资产等新型资产的担保抵押机制建设，推动新型资产的流动化。第二，丰富多层次金融市场。发展高收益债券市场。稳妥推进，逐步借鉴美国垃圾债市场建设经验，重点借鉴其风险定价机制，通过市场化手段实现信用风险分层定价。进一步优化股权融资通道，以构建“新三板-北交所-主板”转板衔接机制为抓手，助力企业全生命的股权融资。第三，加强金融体系的数字化底座建设。稳妥推进区块链供应链金融平台，努力构建商流、物流、资金流三流合一，全流程上链存证、自动核验，以数字化实现智能化融资。深化人工智能在信贷决策系统的应用，以跨部门数字化平台建设为基础，通过对信贷领域大模型的专项训练，破解传统报表信息滞后与画像不精准问题。同时，要强化数据安全建设，确保企业敏感数据“可用不可见”，防范数据滥用风险。第四，优化风险和激励机制设计，激励金融机构有序创新。优化地方银行激励体

系，激发地方银行活力。推动城商行、农商行等进一步业务转型，聚焦本地企业服务，培育本地经济增长点。借鉴美国《多德-弗兰克法案》对小额贷款的豁免条款，逐步推动类似的“贷款安全港”制度，对符合标准的小微贷款，豁免信贷人员责任，破解“不敢贷”难题。

4. 推动长效化解地方政府债务

坚持分税制改革方向，聚焦地方政府财政运行。在分税制方向上，转变政府职能，设立并扩大分类转移支付。坚持稳定中推进改革。继续推进财税体制改革需要保持宏观税负基本稳定、保持财政收入占比基本稳定、中央财政收入占比基本稳定。在这样的前提下，财税体制改革更重要的是理顺税收逻辑，调整收入和支出的结构。提升政策稳定性与延续性，采用多种形式加强与市场沟通。分类研判各地政府债务的形成原因和特点，对于战略腹地，充分考虑其承担的国家战略职能，在政府债务化解上予以差异化考量与政策倾斜，拓宽政府行动空间，增强其融入国内大循环的能力。

5. 进一步构建好社会安全网

我国经济一直面对着高储蓄、高就业压力等结构性问题。改革开放以来，主要依靠高速的经济增长解决相关问题，不断寻求到投资和大量的新增就业机会。随着经济增速放缓，传统解决机制失灵，结构性问题变得更为突出，产生了近年来“内卷”、“躺平”等现象。同时，劳动人口不断减少等新的结构问题涌现。如果没有足够的社会稳定机制，结构性失衡很容易导致社会不稳定，信心下滑，进一步拖累经济。在结构转型期，相应职能需要由国家承担，不能过多压在社会和企业身上，加大转型成本。

（三）加强国家统筹，加快构建房地产市场新型治理体系

房地产市场供求已经发生了重大变化，需要以此为着力点，构建系统性的调整方案，短期加大力度稳地产，中长期妥善引导房地产行业转型。

1. 加大国家层面房地产统筹收储力度

进一步加大力度打开需求。一方面，借鉴美国租房券项目经验，加大对低收入群体、青年群体租房补贴力度，针对购房力不足的刚需群体，推进保障性住房体系建设，尽快实现房地产市场的信心企稳。另一方面，国家层面设立统一的房

地产收储资金，各地方申报项目，由国家层面收储。打破地方政府和房地产存在的“鸡生蛋、蛋生鸡”问题。

2. 加大中央财政支持部分城市实施城市更新行动

财政部已经会同住房和城乡建设部通过竞争性选拔，确定部分基础条件好、积极性高、特色突出的城市开展典型示范，扎实有序推进城市更新行动。其中，中央财政对示范城市给予定额补助。城市更新对基础设施建设投资和房地产投资带动作用均较明显。当前堵点是城市更新项目的盈利模式还不清晰，导致市场资金投入量不足。建议在推进城市更新规划、土地、融资等长期措施的基础上，进一步加大财政补贴，为项目提供可盈利的运行模式。特别是老旧小区改造要与城市功能升级相结合，不再原址原建，而是用货币化模式消化存量住房，原址改作他用，综合处理好增量与存量的关系。



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: 1105, 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:

