CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第116期）

统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策

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3月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2026年第一季度　总第116期

统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策

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

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策

报告人：马光荣

2026年3月11日

目 录

1 “存量”与“增量”统筹的意义

2 盘活存量的重点领域与关键挑战

3 如何统筹做优增量与盘活存量?

目 录

1 “存量”与“增量”统筹的意义

2 盘活存量的重点领域与关键挑战

3 如何统筹做优增量与盘活存量?

中央提出：统筹做优增量与盘活存量

- 2024年12月中央经济工作会议：“必须**统筹好做优增量和盘活存量的关系**，全面提高资源配置效率。”
- 2025年10月，二十届四中全会："促进经济结构优化升级，**做优增量、盘活存量**”
- 2025年12月，中央政治局会议："持续扩大内需、优化供给，**做优增量、盘活存量**”
- 2026年3月，全国两会：“持续扩大内需、优化供给，**做优增量、盘活存量**”

- 积极盘活利用**存量**资源资产
- 盘活利用**存量土地**和**闲置房屋**设施
- 探索多渠道盘活**存量商品房**

增量与存量

- 增量：GDP、收入、消费、储蓄、投资....
- 存量：资产、负债

- 中国经济高速增长，增量曾经一直很很快，现在增量变慢；
- 储蓄率高，重物质投资，存量积累很大，但是部分使用效率低，而且债务风险高企

- **增量：做大 → 做优　　培育新动能、新质生产力**
- **存量：沉睡 → 盘活　　盘活存量资产、优化负债结构**

- **宏观经济：流量管理到存量管理并重**

统筹做优增量与盘活存量的意义

➢ 优化供给：提高资源配置效率

- 产业转型升级/区域要素流动/环保等监管标准，原先存量资源的利用价值在减弱，**有待盘活**
- 通过腾笼换鸟，提升全要素生产率，是推进供给侧结构性改革的重要方面
- 经济增长的过程就是“创造性毁灭”：毁灭低效存量，创造高效增量。
- 如果市场是自发的，那么自然就会优胜劣汰。

➢ 扩大内需

- 盘活存量会产生新的收入
- 盘活存量需要配套新增投资

➢ 防范风险

- 资产盘活产生收入，防范化解风险
- 负债优化，降低利率，优化期限

宏观经济治理转型：国家宏观资产负债表管理

- 2013年，十八届三中全会提出“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”
- 2017年，国务院办公厅印发《全国和地方资产负债表编制工作方案》。
- 2024年，二十届三中全会提出：优化各类增量资源配置和存量结构调整。**探索实行国家宏观资产负债表管理。**

盘活存量对化解债务的作用

➢ **传统负债率：政府债务/GDP**

- 2025年年末，显性政府债务96万亿元，负债率约为68.5%
- 若包括地方融资平台经营性债务，负债率接近100%。
- 分子是存量，分母是流量
- 债务可持续：r<g

➢ 中国式举债:用于基建，形成资产

- **资产负债率=政府债务/政府资产**
- 资产的偿债能力=项目回报+社会回报
- 债务可持续： r < g+p， p是项目回报率

为什么是当前？为什么中国独特？

- 当前的发展阶段尤其需要重视存量管理
  - 规模基础
  - 产业升级

- 中国的国情需要重视存量管理
  - 有为政府发挥重要作用：政府拥有海量的存量资产
  - 市场机制在很多时候还不够成熟

做优增量与盘活存量的关联

➢ 一、一体两面

- 盘活存量是为做优增量腾空间。增量做优，为存量盘活提供契机。
- “盘活存量是‘腾笼’，做优增量是‘换鸟’

➢ 二、相互作用

- 盘活存量释放空间与资金直接产生增量效益
  - 存量盘活，通过降低债务风险，提振新增投资
- 做优增量也为未来创造优质存量

➢ 三、协同效应

- 存量盘活过程本身需要增量投资的支持（如技术改造），二者协同发力，共同推动经济结构优化

目 录

1 “存量”与“增量”统筹的意义

2 盘活存量的重点领域与关键挑战

3 如何统筹做优增量与盘活存量?

盘活什么存量资产？

- **存量基础设施、低效用地与闲置房产、存量商品房**
- **行政事业单位资产、国有企业资产（尤其是地方城投）**

- 2024，二十届四中全会：（19）加快完善要素市场化配置体制机制。……编制宏观资产负债表，全面摸清存量资源资产底数，优化资产负债结构。完善并购、破产、置换等政策，**盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施**。完善工商业用地使用权续期法律法规，依法稳妥推进续期工作。**推进全国行政事业单位存量国有资产盘活共享**。推动司法判决执行与破产制度有机衔接，依法有效盘活被查封冻结财产。

- 2026年，全国两会：（财政体制）积极盘活利用**存量**资源资产；盘活利用**存量土地**和**闲置房屋**设施；探索多渠道盘活**存量商品房**

盘活存量资产的重点领域

➢ 为什么政府资产（尤其是存量基础设施）是重点?

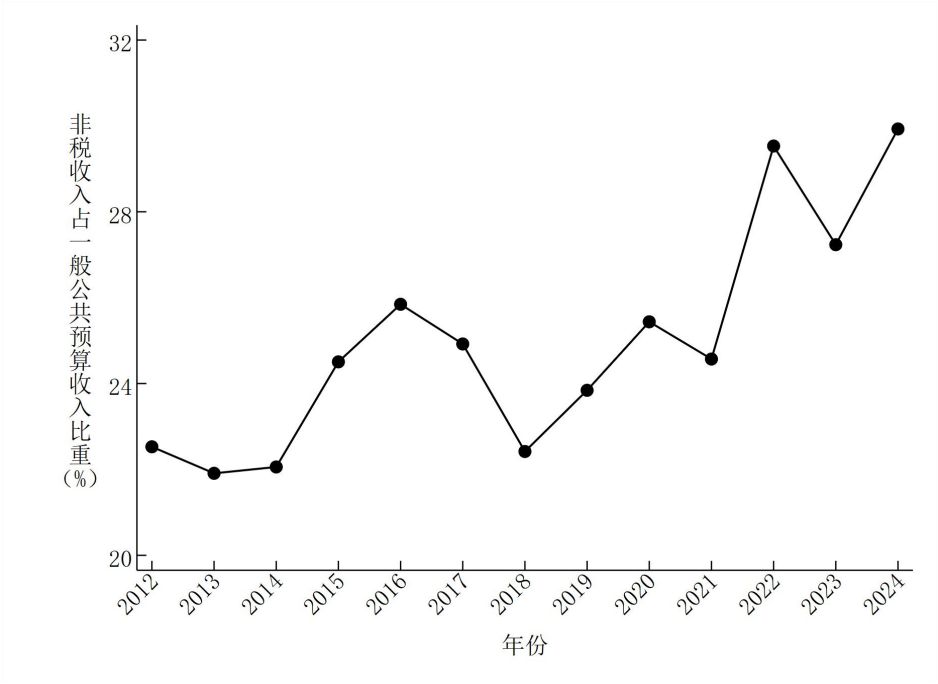
- 如果要素市场充分市场化，民间资产通常市场机制自发动力可以盘活
- 中国政府掌握的资产很多（生产性偏向），净资产规模庞大，尤其是基础设施。
- 政府资产盘活，有利于增加地方财政收入、化解债务风险；增加民营企业投资机会，提高效率

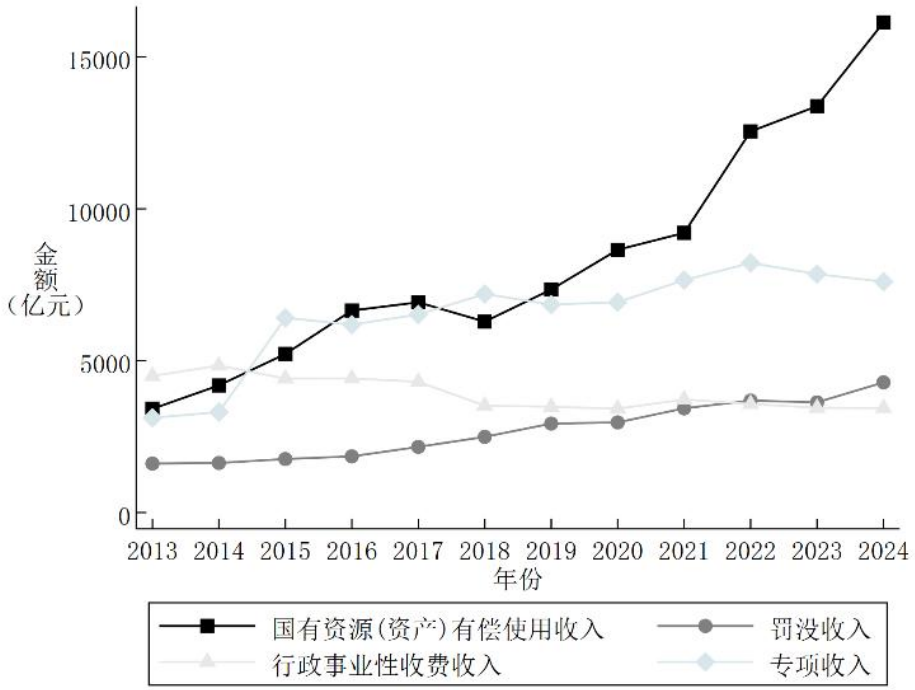
➢ 为什么土地与房地产也是重点?

- 规模庞大
- 规划重设
- 可盘活性强：折旧率低、标准化
- 房地产市场持续深度调整

盘活存量资产已经取得一定进展

- 2022年《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19号）
- 地方国资有偿使用收入从0.73万亿元增加到1.6万亿元。占地方非税收入的四成以上。占地方一般预算收入的15%。





盘活存量资产的挑战

- **识别难：**
  - 政府资产当中有商业价值的不多，需要仔细甄别

- **动力弱：**
  - 政府资产散落在各个部门，缺乏激励机制
  - 公共资产的盘活，需要多个部门的积极配合，协调困难
  - 市场成交意愿低：房地产周期底部，民营企业投资预期

- **受掣肘：**
  - 盘活的一个重要前提：公共服务定价

- **易异化**：
  - 盘活存量资产的异化→杠杆化、变相举债

专项债隐忧：收益不实

- 专项债余额：37.3万亿元；
- 2023年专项债券付息： 7466亿元
- 专项债对应项目专项收入：2252.66亿元
- 该数字占专项债付息总额的比例是30.2%。初步说明专项债收益落实率仅有三成。

城投的资产回报率

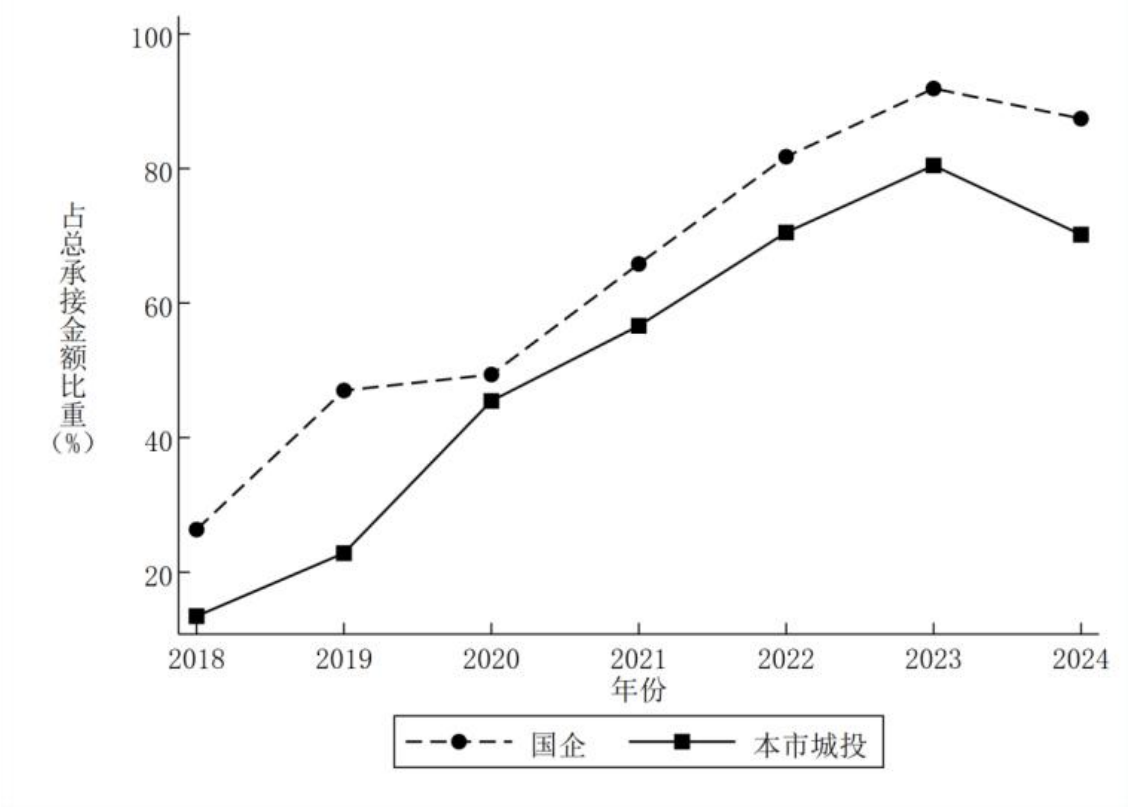
- 城投有息债务超过60万亿元

- 城投ROA：2015年1.42%，2023年0.41%
- 如果再刨去政府的补贴，回报率为负

- 原因一是公益性强，定价机制未理顺
- 原因二是城投公司的市场化经营能力有限

谁承接了政府资产？

➢ 本地城投承接金额占比超过七成



城投承接政府资产：南充市案例

深观察丨公共停车位经营权拍卖：别寅吃卯粮涸泽而渔

澎湃特约评论员 上官酒瑞
2023-06-15 14:45 来源：澎湃新闻 · 澎湃评论 >

字号

今年以来，停车场（位）特许经营权正在成为部分地方政府——主要是中西部地区地方政府的热卖“产品”。有统计显示，仅2023年前五个月，就有近40个城市进行了公共停车位特许经营权招标拍卖，转让时间从3年到30年不等，成交金额动辄数亿。这引发了舆论的广泛关注。

嘉陵区机动车停车场（位）特许经营权

【来源：网站直接发布】【发布时间：2023-04-21】【阅读次数：117】【打印】【关闭】

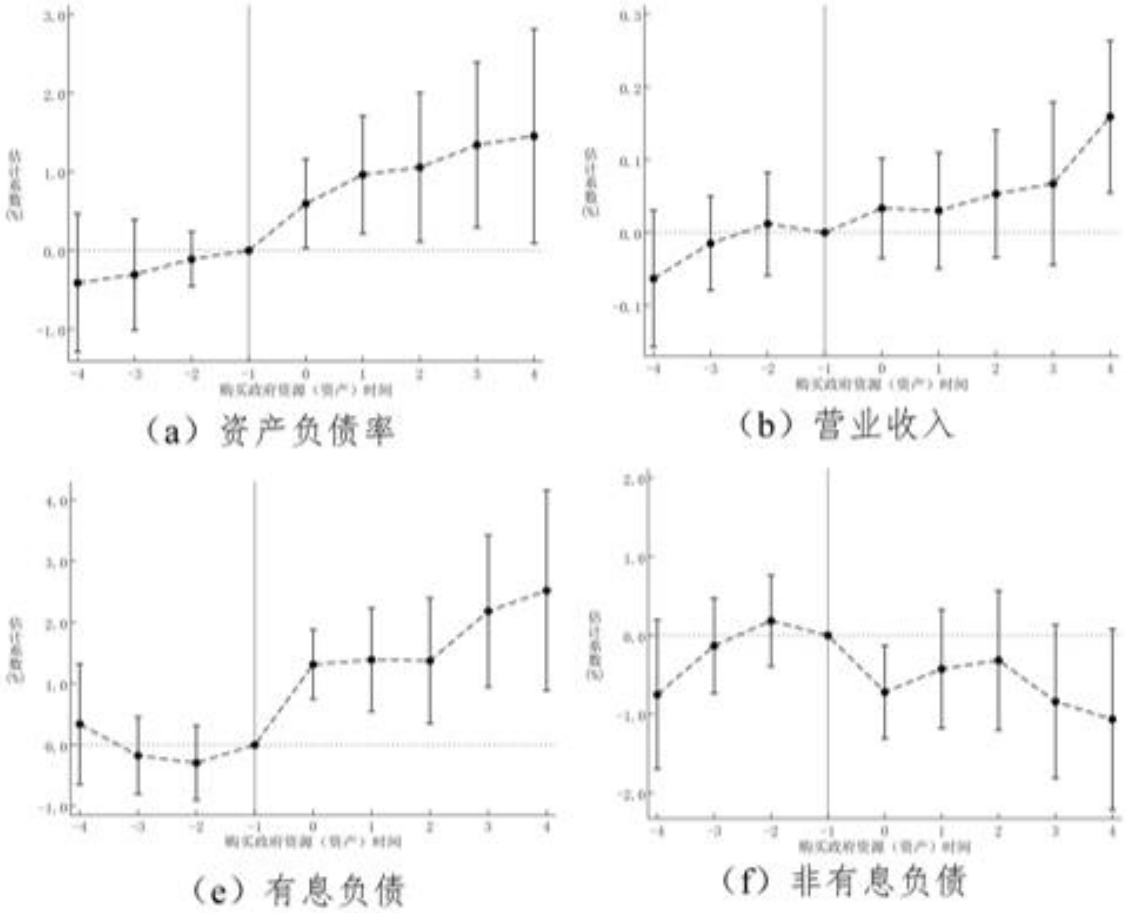
2023年4月21日，南充市嘉陵区滨河路、茶盘路等地机动车停车场（位）特许经营权经过公开**拍卖成交，现将拍卖成交情况公告如下：**

标的名称	买受人	起拍价	成交价
南充市嘉陵区滨河路、茶盘路等地机动车停车场（位）特许经营权（特许经营期限为25年，机动车停车位共计20225个，其类型均为街面公共停车位：A类区域停车位8164个，含配建充电桩45个；B类区域停车位12061个，含配建充电桩215个）	南充市嘉陵城市建设投资有限公司	47642.29万元	49000万元

南充市嘉陵区综合行政执法局　南充市嘉陵区公共资源交易中心
2023年4月21日

红星新闻

城投承接资产后，负债明显增长；但是“杠杆化”，需要有对应收入



目 录

1 “存量”与“增量”统筹的意义

2 盘活存量的重点领域与关键挑战

3 如何统筹做优增量与盘活存量?

盘活存量资产的基本原则

➢ **基本标志：存量资产的收益能改善**

- 盘活成功与否，根本标志是能否创造可持续的、真实的现金流

➢ **基本原则：市场化方向**

- 深化要素市场化改革：并购破产等制度与税收政策；资产证券化；土地市场流转
- 基础设施领域向民间企业开放，构建全国统一大市场
- 理顺准公共产品的定价机制
- 适度推进产权改革：低效资产退出
- 积极发挥有为政府作用：政府规划配套

盘活存量资产的路径

01 全面清查

编制宏观资产负债表

02分类施策

分门别类制定盘活策略

03 部门协同

建立跨部门协调机制，打破条块分割。

04 技术赋能

利用大数据、AI等新技术手段，对传统存量资产进行数字化、智慧化改造，提升效率。

05 债务结合

结合融资平台转型与债务处置，在盘活资产的同时修复资产负债表。

将盘活存量资产与优化债务结构相结合

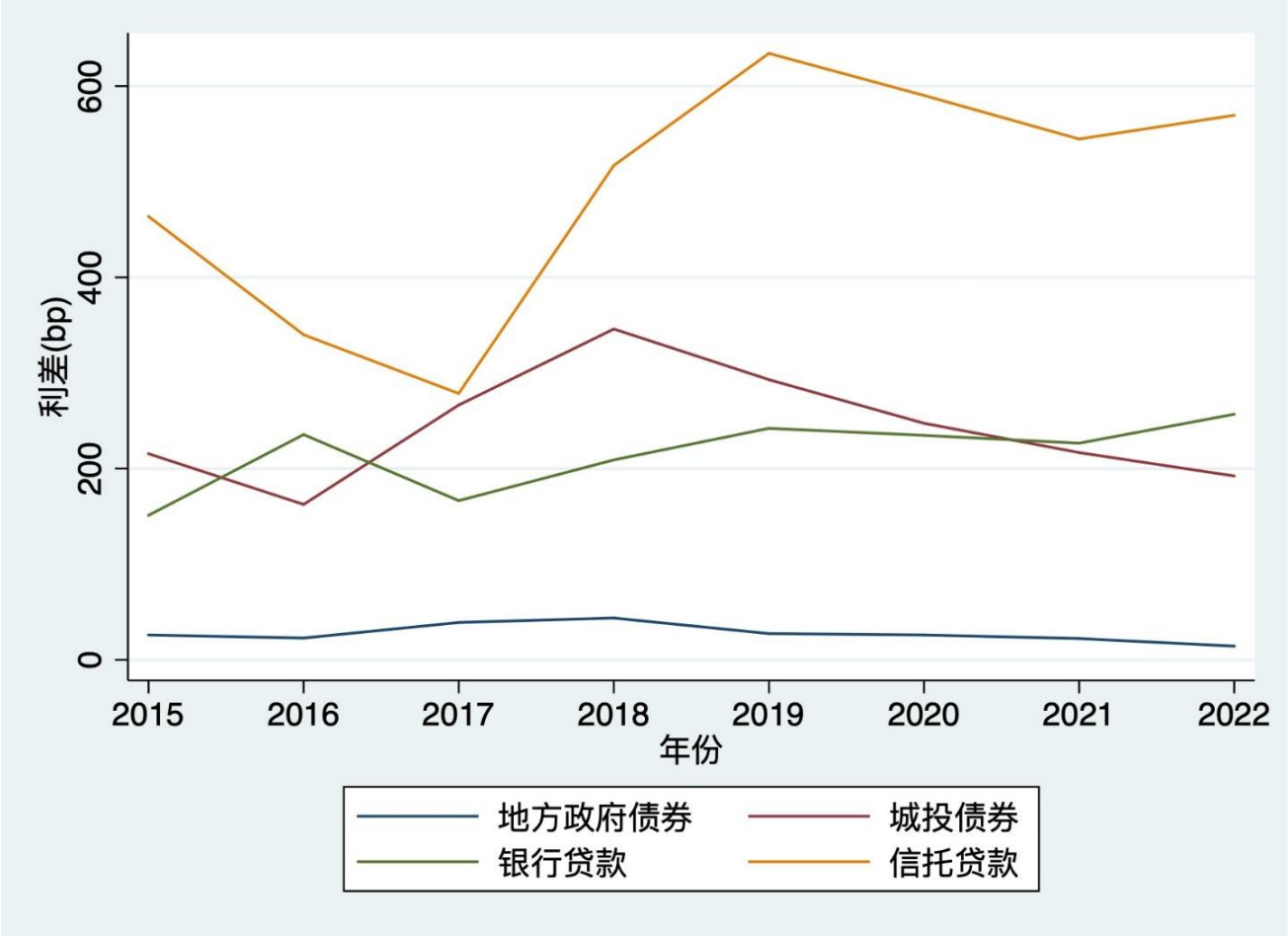
➢ 降低利率

- 中国情形：r < g+p， p是项目回报率
- 降r，提高g和p，都有助于实现债务与资产的收益匹配。
- 如何降低r: 存量债务置换、增量债务显性化、债务中央化
  - 政府债和城投债各归其位

➢ 拉长期限

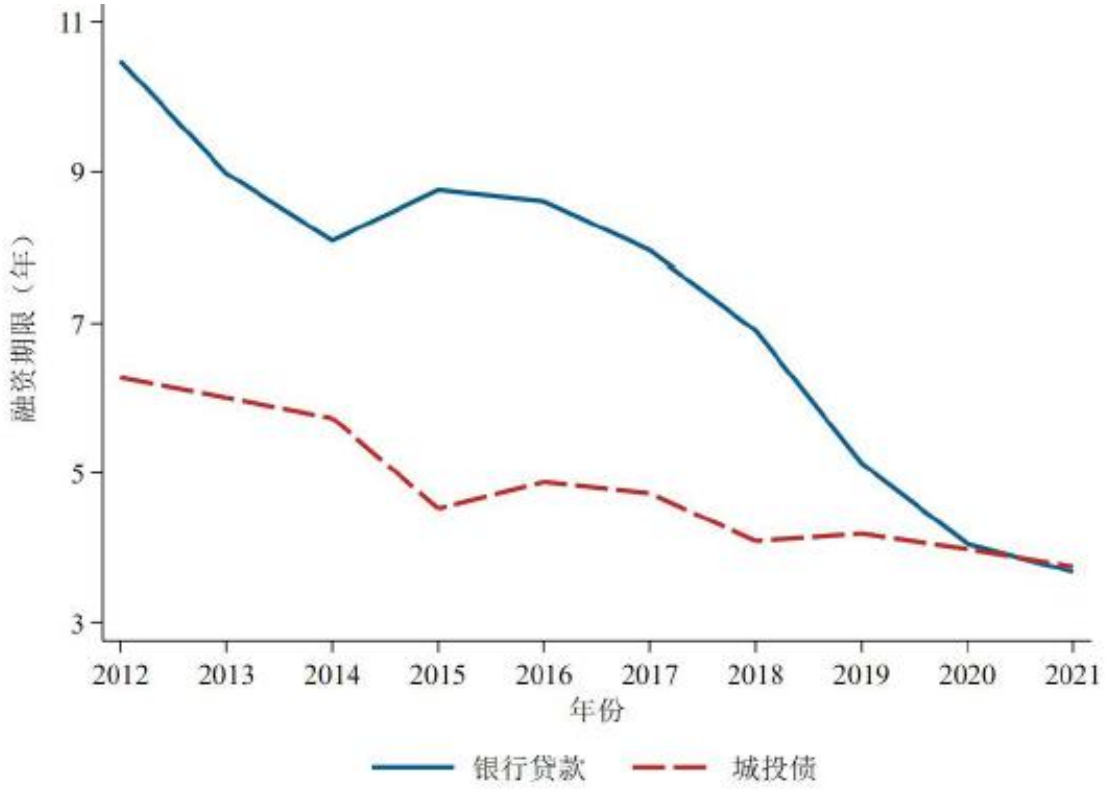
- 债务与资产的期限匹配
- 地方城投债务的期限逐渐缩短，导致流动性风险
- 融资期限如何拉长?
  - 存量债务置换：降低利率、拉长期限
  - 增量债务：显性举债

r较高：城投融资成本远高于政府显性债券



融资平台新发行债务期限逐年缩短

- 债券期限从2012年的6.30年下降到2023年的3.44年
- 贷款期限从2012年的12.80年下降到2023年的3.94年



如何协同?

➢ 以存量支撑增量

- **提供物理空间支撑**

通过盘活闲置土地、厂房等资源，为战略性新兴产业及未来产业的落地提供宝贵的物理载体，解决新项目选址难题。

- **提供资金良性循环**

通过资产转让、证券化等方式获得收益，将其反哺到新的优质项目投资中，形成“存量变现-增量投资”的资金闭环。

- **优化资产负债结构**

提升资产回报率(R)，降低融资成本(r)，有效修复资产负债表，显著增强企业与政府的再投资能力

➢ 以增量带动存量

- **技术赋能**

运用数字与绿色技术等增量技术，改造赋能传统存量产业，推动资产的智能化与绿色化升级。

- **需求牵引**

通过模式创新创造新需求，拉动存量资产（如商业、文旅设施）提升运营效率，实现转型升级。

总结：统筹存量与增量，实现高质量发展

核心判断：新发展阶段推动高质量发展的必然要求

提效率、扩内需、防风险三重作用

核心关系：“腾笼换鸟”的一体两面

存量与增量并非对立，而是“腾笼换鸟”的有机整体，必须协同推进，形成合力。

核心路径：市场化导向

聚焦现金流；要素市场一体化、低效资产退出、公共产品定价机制。

THANK YOU

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策，

CMF专题报告发布

3月11日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第116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**，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**联合主持，**聚焦“统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策”**，来自政界、学界、企业界的知名经济学家**毛振华、张晓晶、朱天、李迅雷、马光荣**联合解析。

中国人民大学财政金融学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**马光荣**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、“存量”与“增量”统筹的意义

二、盘活存量的重点领域与关键挑战

三、如何统筹做优增量与盘活存量

一、“存量”与“增量”统筹的意义

2024年12月，中央经济工作会议首次提出，“必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率。”此后一年多的多次重要会议中，“统筹做优增量与盘活存量”这一重要提法得到重点阐述与持续强调。其中，2025年10月，二十届四中全会提出，“促进经济结构优化升级，做优增量、盘活存量”；2025年12月，中央政治局会议提出，“持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量”；2026年3月，全国两会提出，“持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量”，并且明确了盘活存量的重点领域，包括在推进财税金融体制改革章节提出“要积极盘活利用存量资源资产”；在推进城市更新章节明确“盘活利用存

量土地和闲置房屋设施”；在加快发展房地产市场新模式部分强调“要探索多渠道盘活存量商品房”。

在经济学范畴内，增量与存量属于相对应的概念。其中，增量概念更为大众所熟知，因通常所说的 GDP、消费、储蓄、投资均属于增量概念或流量概念。存量概念在过往较长时期内提及较少，其核心涵盖资产与负债两大维度。

中国经济高速增长时期，经济发展更侧重于增量扩张。随着中国经济逐步迈入中低速发展的新发展阶段，增量增长节奏放缓，但经过数十年高速增长的积累，存量规模已达到相当大的水平。尤其在高速增长阶段，我国储蓄率维持高位，并注重将高储蓄转化为高投资，进而形成了规模庞大的存量固定资产。然而，部分存量固定资产使用效率呈下降趋势。同时，部分存量资产当初通过高负债融资完成投资，随着使用效率降低，其收入对债务的覆盖能力持续弱化，债务偿付压力逐步加大，由此衍生出一定的债务与金融风险。在此经济形势背景下，经济发展需从以往关注增量的“做大”转向注重增量的“做优”，而非单纯追求增长速度，这就要求加快培育新动能、发展新质生产力。对于过往被忽视或闲置的存量资源，需着力盘活，既包括盘活规模庞大的存量资产，也涵盖优化存量资产对应的负债结构。**中央这一新表述，标志着我国宏观经济管理从以往侧重流量管理，迈入流量与存量管理并重统筹的新阶段。**

总体来看，统筹做优增量与盘活存量具有三方面重要意义。

第一，优化供给，提高资源配置效率。2024年12月中央经济工作会议首次提出这一重要表述时，便明确其核心目标之一是提高资源配置效率。在新发展阶段，随着产业升级推进，部分存量资源所占用的土地、设备、房产及基础设施，其利用价值逐步减弱。同时，受区域要素流动配置影响，部分地区存量基础设施因人口规模较小，使用效率与价值持续降低，这类待盘活的存量资源规模庞大。而在增量发展过程中，新的投资机会与新动能对资源配置及土地空间供给存在迫切需求。因此，只有通过盘活存量，才能为做优增量提供资源支撑，进而提升整体资源配置效率，这本质上是深化供给侧结构性改革的重要举措。

经济增长的过程是“创造性毁灭”的过程。这一过程的实现，一方面需要清理低效存量资源的占用，另一方面要培育高效增量部分。若市场机制运转有效，优胜劣汰机制将推动低

效存量资源向高效增量资源转化；而在市场机制尚不完善的领域，则需充分发挥有为政府的积极作用，这正是该举措在优化供给方面的重要意义。

第二，助力扩大内需。盘活存量资产能够增加资产收益，新增收益可进一步撬动新增投资与消费。同时，存量盘活往往伴随相应配套投资，无论是老旧厂房及工业园区改造，还是存量基础设施盘活升级，通过新技术赋能提质，在存量盘活过程中均需同步开展配套新增投资，进而有效扩大内需规模。

第三，有效防范风险。盘活存量资产带来的收益水平提升也有助于化解债务风险。在盘活存量过程中，通过优化存量资产负债结构，采取降低利率、调整期限等措施，能够防范化解潜在的经济金融风险。

从这一角度来看，统筹做优增量与盘活存量对应于国家资产负债表概念。2013年，十八届三中全会明确提出，“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”。2017年，国务院办公厅印发《全国和地方资产负债表编制工作方案》，部分地区随后开展试编工作，目前官方尚未正式公布相关成果。资产负债表本质上体现了存量管理范畴，一端反映国家宏观资产状况，另一端体现资产对应的负债情况。2024年，二十届三中全会提出，优化各类增量资源配置和存量结构调整，探索实行国家宏观资产负债表管理。这一表述意味着我国不仅要编制资产负债表，更要将其服务于国家宏观调控与宏观经济治理实践。盘活存量的重要前提是建立对存量资产及其对应负债的清晰统计框架，过往我国经济统计体系更多围绕流量与增量概念构建，如今转向存量管理导向，亟需对现有统计制度进行重构。

由此，我们进一步认识到，盘活存量对于当前化解金融风险具有至关重要的意义。当前存量资产中，大部分为政府及国有企业资产。传统上衡量政府负债率的核心指标为政府债务占国内生产总值（GDP）的比重，截至去年年末，显性法定政府债务规模达96万亿元，对应负债率（即政府债务占 GDP 比重）为68.5%。仅从该比重来看，显著低于多数发达经济体；但若将口径更宽泛的城投公司及地方融资平台债务纳入统计，该比重将进一步提升，多项测算结果显示，宽口径政府负债率已接近100%，据此来看，我国政府负债率已与发达经济体大致相当。

该指标在多数发达经济体衡量债务风险时往往具备较强适用性，因为发达国家的债务偿还主要依靠 GDP 增长所产生的税收收入。但是，但将该指标直接应用于中国情境存在明显缺

陷。发达经济体的债务多用于一般性民生福利支出，而中国政府债务中，相当大比例投向基础设施建设，形成了规模庞大的固定资产，且此类由政府债务形成的资产中，不少项目具备自主运营的经营回报。因此，我国债务利息的支付并非仅依赖 GDP 对应的税收收入，还可通过固定资产形成的项目回报予以补充。这一资金投向差异构成了中国式举债与西方经济体举债的核心区别，也决定了我国政府债务风险的化解模式并非仅依赖税收收入，还需纳入资产盘活所产生的经营收入。因此对于中国而言，不应仅关注债务与 GDP 之比，还应该关注债务与资产之比。

在债务与 GDP 之比衡量政府负债率这一指标基础之上，部分国外经济学家提出，只要政府债务利率满足“r<g”（r 为利率，g 为经济增长率），债务总体上具备可持续性。其核心逻辑在于，若仅需支付债务利息，且利息率低于经济增长率，则税收收入的增量部分足以覆盖利息支出。但是，我国债务可持续性的核心公式也并非简单的“r<g”，而应该是“r<g+p”（其中，p 代表基础设施建设形成资产的项目回报率）。若能提升资产项目回报率，则将更有助于防范化解债务风险。由此可见，盘活存量资产并提升存量资产回报率，对于化解金融风险具有重要意义，这也凸显了编制国家资产负债表进行宏观资产负债表管理的重要性。

接下来进一步探讨为何在当前发展阶段需格外重视存量管理。首先，如前文所述，当前发展阶段的显著特征之一是我国存量资产规模已十分庞大。我国正处于产业结构优化升级与区域经济布局调整的关键时期，这使得原先适配于旧有经济结构与空间布局的存量资产使用效率逐步下降，而产业升级与布局调整后的新领域对相关资源存在迫切需求。

其次，中国国情下需特别重视存量管理的另一个原因在于：过去数十年高速增长阶段，有为政府发挥了关键作用，固定资产投资中政府投资占比较高，尤其是基础设施建设投资。存量资产的盘活本可通过市场自发的优胜劣汰机制实现，但我国市场机制仍存在不够成熟的地方，在此背景下，亟需市场与政府协同发力，推动存量资源盘活与增量资源做优。

做优增量与盘活存量之间存在密切关联，主要体现在三个方面。**第一，二者呈现“一体两面”的关系，**即盘活存量是“腾笼”，做优增量是“换鸟”。“腾笼”与“换鸟”属于同步推进的过程：唯有完成“腾笼”，方能引入“新鸟”；唯有明确“换鸟”目标，才需开展“腾笼”行动。因此，盘活存量可为做优增量腾出资源空间，而做优增量亦能为存量盘活创造条件，若缺乏增量支撑与“新鸟”引入，存量盘活便无从谈起。

第二，二者存在相互赋能的效应。盘活存量能够释放资源与空间，进而产生增量效益，而增量效益可进一步撬动新增消费与投资。与此同时，盘活存量能够降低债务风险，而金融机构风险水平下降后，其风险容忍度将有所提升，这同样有助于扩大投资规模，提振新增投资。此外，做优增量有助于培育未来的优质存量，为后续盘活存量奠定基础。

第三，二者具备协同发力的特征。存量盘活过程本身需要增量投资的支持（如技术改造），二者协同发力，共同推动经济结构优化。

二、盘活存量的重点领域与关键挑战

本年度政府工作报告明确指出三大重点领域，具体包括存量基础设施、低效用地与闲置房产，以及近年来房地产市场调整周期中尚未售出的存量商品房。从权属主体来看，上述三大领域的存量资产中，大部分归属于政府或国有企业。私营企业的存量资产与资源可通过市场机制自发实现优胜劣汰，其主动盘活的内生动力较强。而政府层面受过往运行机制影响，长期以来对存量资产盘活重视不足，以及存在规划设计、激励机制等短板，相关工作直至近期才逐步启动推进。**因此，行政事业单位资产和国有企业资产（尤其是地方国有企业及地方城投公司资产）是存量盘活的核心对象，此类资产涵盖地方大量基础设施、低效用地及闲置房产等关键领域。**

存量盘活的重点领域可细化为以下两类。**其一，存量基础设施，**包括政府所属文化场馆、桥梁、交通基础设施及附属设施、未充分利用的办公用房，以及国有企业在城市核心区原占用的工业用地等。对政府部门而言，过去数十年积累的存量基础设施规模极为庞大，但尚未充分运用市场化机制实现盘活，其盈利潜力未能充分释放。盘活此类资产不仅有助于拓宽地方政府财政收入渠道、化解债务风险，还能为民营企业创造更多投资机会，提升全社会资源配置效率。

其二，土地与房地产领域。一方面，该领域存量规模庞大，尽管当前地价、房价呈下行态势，但其资金总量在全部存量资产中占比较高。另一方面，土地与房地产具备天然高可盘活性，因为土地不存在折旧问题，房地产折旧速度也比较缓慢，且二者均具备标准化再利用属性，因此可盘活性在各类存量资产中位居前列。

2022年国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，明确提出相关工作要求。对地方政府而言，近年来土地财政收入大幅下滑，财政收支矛盾日益凸显，因此其通过出让国有资源资产、盘活存量以弥补财政缺口的动机较强。从财政数据来看，地方国有资产有偿使用收入从2019年的0.73万亿元增加到2024年的1.6万亿元，2025年数据尚未公布，预计将达到1.8万亿元以上，累计增长超1万亿元。尽管土地财政收入累计下滑超4万亿元，存量盘活收入无法完全抵消该缺口，但已能弥补约1/4的下滑规模，目前其在地方政府收入结构中的占比已相当可观。

近年来，地方非税收入保持快速增长，其增量并非主要来源于罚没收入与行政事业性收费，而是以盘活资产类收入为主，此类收入占地方非税收入的比重已超四成，占地方一般公共预算收入的比重达15%以上。随着盘活存量工作的持续推进，预计未来几年占比将进一步提升。

当前，盘活存量资产主要面临四大核心挑战。**第一，优质可盘活资产识别难度大。**尤其是在盘活政府、国有企业及地方城投公司所持有的基础设施资产过程中，需明确：过去多年来，地方政府及融资平台主导建设了大量基础设施，但此类资产并非均具备盘活价值。因为大量基础设施以公益性用途为主，而公益性项目正因其收益属性较弱，才需由政府作为建设主力。这一特性决定了政府及地方城投旗下资产虽存在部分可盘活标的，但整体收益率难以达到预期水平。

地方政府存量基础设施的融资来源主要依赖两类工具：一是地方政府专项债券，截至目前专项债余额已超37万亿元，对应形成相当规模的专项债相关资产；二是地方城投公司未纳入法定账本的隐性债务（规模超60万亿元），此类债务对应形成了庞大的基础设施类资产。从实际收益情况来看，上述两类资产的收益率均处于较低水平。专项债的设计初衷是要求项目收益能够覆盖债务还本付息，但部分地区因缺乏真正具备收益能力的项目，在专项债项目申报过程中存在一定的项目包装行为。审计署相关数据显示，多地专项债项目建成后收益落实率偏低，不足四成；结合2023年披露数据来看，当年专项债利息支出超7000亿元，而对应项目收入仅2000多亿元，收益落实率实际仅有三成。在城投公司资产方面，根据其财务报表显示，2023年城投公司平均资产回报率（ROA）约为0.41%。需注意的是，该营业收入中已包含政府给予的各类运营补贴，若剔除这部分补贴，城投公司的实际回报率将转为负数。综合来看，上述规模接近百万亿元的政府相关资产，当前整体回报率偏低，虽存在一定盘活潜力，

但需清醒认识到：部分资产回报率低的核心原因在于其强公益性属性，此类基建投资本就缺乏较强的项目回报能力，即便全面引入市场化机制推进盘活，其可实现的盘活收入依然有限。正因如此，城投公司有息债务对应的项目收入极为微薄，这不仅暗藏隐性债务风险，也存在政府隐性兜底的潜在风险。

第二，政府部门盘活动力不足。因为政府资产分散于各相关部门，存量资产盘活收入需纳入财政预算统筹安排，各部门无法直接享有盘活收益，因此其主动推进资产盘活的动力相对薄弱。此外，存量资产盘活需多部门协同联动，协调存在一定困难。与此同时，当前房地产市场处于周期底部，民营企业投资预期偏弱，市场交易意愿相对低迷，进一步加剧了盘活难度。

第三，定价机制构成核心掣肘。对于基础设施资产而言，有效盘活的重要前提是建立公平合理的公共服务定价机制。若定价机制僵化、定价水平偏低，存量资产将难以产生稳定可观的收益，进而导致盘活工作难以推进。因此，亟需同步推进公共服务定价机制的配套改革。

第四，盘活行为存在异化风险。受上述三方面因素影响，地方可有效盘活的存量资产规模有限，且在公共服务定价机制未同步调整的情况下，资产盘活收益普遍偏低。尽管部分地方政府近年来盘活存量收入呈现明显增长，但通过研究发现，约70%的政府盘活资产由本地城投公司承接，民营企业及外地企业参与承接的比例极低。本地城投公司的盘活运营能力与资产承接需求是否匹配，成为亟待解决的重要问题。此外，当前城投公司资金本就较为紧张，承接资产将直接导致其负债规模显著增长，而营业收入与利润增长却相对有限。近年来已有多地新闻报道显示，部分城投公司通过举债或直接以所承接的政府资产作为抵押向金融机构获取贷款，以加杠杆方式承接政府资产。尽管政府由此获得了盘活收入，但城投公司是否具备足够的生产经营能力以实现资产收益增加，仍是核心挑战。只有当城投公司具备充足的经营能力，实现项目收益实质性提升，才能构成真正意义上的盘活；反之，其向金融机构的举债将面临较大偿债压力，未来可能引发新的金融风险。

三、如何统筹做优增量与盘活存量

盘活存量资产的核心标志是资产收益实现实质性改善，形成较以往更高且可持续的真实现金流。如果政府只是对资产进行简单转让，或向企业出让一定期限的经营权，虽然可以实

现一次性资金回笼，但承接主体（如地方城投公司）若未能有效提升资产收益与现金流水平，最终仍将形成债务风险。

实现存量资产盘活需坚守市场化方向这一基本原则。第一，党的二十届三中全会部署存量结构调整工作时，将其纳入深化要素市场化配置改革范畴。在盘活存量资产过程中，需健全并购、破产相关制度体系，优化配套税收政策，完善以 REITs 为代表的资产证券化金融工具和土地市场流转机制。第二，存量基础设施盘活的市场化机制构建也是关键环节之一。若存量基础设施仅由本地城投公司运营，往往存在运营能力不足的问题，因为城投公司长期以为政府提供投融资为核心职能，市场化经营能力相对有限。因此，在基础设施领域要加大对民营企业和外地企业的开放力度，加快建设全国统一大市场，推动存量资产交由高效运营主体管理。第三，理顺存量基础设施类准公共产品的定价机制。第四，对于低效闲置资产，政府可探索实施一次性整体转让，并配套推进相关产权制度改革。第五，在充分发挥市场在存量资产盘活中决定性作用的同时，需强化有为政府的积极引导作用。在存量闲置土地和工业园区盘活工作中，需由政府做好规划统筹与配套保障。并购、破产相关法律制度与税收政策的优化完善，同样需要政府推进配套改革。

盘活存量资产的路径主要包括以下五个方面。**一是开展资产全面清查。**结合宏观资产负债表编制工作，全面厘清政府部门与民间部门的资产数量，为存量资产盘活提供重要前提。**二是实施分类施策，**即分门别类制定盘活策略，多用市场化的手段让资产“活”起来。**三是健全部门协同机制，**有效激发各部门盘活分散资产的积极性，打破区域与部门分割壁垒，建立跨部门协调机制。**四是强化技术赋能，**利用大数据、AI 等新技术手段，对传统存量资产进行数字化、智慧化改造，给老资产装上“新引擎”，实现效率提升。**五是与债务优化相结合。**如上文所述，存量资产盘活需提升项目回报率，以满足“$r<g+p$”的债务可持续条件。除提升项目收益外，需同步通过降低利率防范债务风险，即“提升 p”与“降低 r”协同推进。因此，要加快存量债务置换与债务化解进程，对增量债务采用显性化、低利率方式融资。除降低债务利率（r）外，还需实现债务期限与资产回报周期的匹配。基础设施类资产回报周期较长，而以往城投公司融资期限偏短，需持续借新还旧，进而形成较大的债务接续压力与流动性风险。所以，需延长存量资产对应负债的融资期限，同时适度拉长增量债务融资期限。

关于如何统筹做优增量与盘活存量的协同发展，提出以下两点建议。**第一，以存量支撑增量，**通过盘活闲置土地、厂房等资源，为战略性新兴产业及未来产业的落地提供宝贵的物

理载体，解决新项目选址难题；提供资金良性循环，通过资产转让、证券化等方式获得收益，将其反哺到新的优质项目投资中；优化资产负债结构，提升资产回报率(p)，降低融资成本(r)，有效修复资产负债表，显著增强企业与政府的再投资能力。**第二，以增量带动存量，**通过技术赋能，运用数字与绿色技术等增量技术，改造赋能传统存量产业，推动资产的智能化与绿色化升级；通过模式创新创造新需求，拉动存量资产提升运营效率，实现转型升级。

总结而言，统筹盘活存量与做优增量，是新发展阶段推动高质量发展的必然要求，具有提升效率、扩大内需、防范风险三重作用。存量与增量并非对立，而是“腾笼换鸟”的有机整体，必须协同推进，形成合力。推进存量资产盘活，需坚持市场化导向，同时充分发挥有为政府的积极作用。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“统筹做优增量与盘活存量的意义、挑战与对策”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，**中国经济已从传统短缺时代步入过剩时代，发展阶段正从增量主导转向存量博弈与增量优化并重，这要求我们突破路径依赖，建立以存量调整为核心的新资源配置方式。**过去，我国经济凭借增量为主的模式实现了快速增长，通过扩大供给、加大投资应对发展难题，形成了固化的政策思维与利益调整模式。但当前存量规模庞大、问题凸显，叠加国际国内形势变化导致增量增速放缓，传统路径已难以为继，需将重点转向存量调整，同时优化增量，这既是新挑战也是必然要求。

存量调整需加大力度，核心是理顺利益关系与生产关系：针对房地产（含住宅、商业地产等）供过于求的现实，应冻结新增供地与新开工（特殊情况除外）；传统产业及部分新兴产业面临产能过剩与竞争内卷，需通过规范行业竞争、强化并购重组、完善破产机制推动落后产能退出，同时将资金投向从供给端转向民生领域，提升居民消费能力。做优增量需立足供需两端，一方面巩固高新技术与新产业领域优势，另一方面把握机遇，支持企业出海参与全球产业转移，借鉴国际经验拓展发展空间。最终需将盘活存量与做优增量有机结合，以增量优化带动存量调整，以存量资源支撑增量发展，依托市场机制与政府支持形成良性循环，在改革框架下实现资源配置效率与竞争力的提升。

中欧国际工商学院副院长兼中方教务长**朱天**认为，在探讨宏观经济时，“盘活存量、做优增量”常被视作供给侧的概念，其核心在于提高闲置与浪费资源的利用效率，并追求高质量、高回报的新增量。然而，这一举措与需求侧同样息息相关。盘活存量能够在短期内显著增加地方政府的财政收入，进而提升其支出能力，而政府的支出能力本身即转化为实质性的总需求。此外，提高资源利用效率与回报率，也为维持可持续的发债规模奠定了坚实基础。**因此，从需求侧审视“盘活存量”，对于理解和应对当前的宏观经济形势具有重要的现实意义。**

当前宏观经济面临的存量资源闲置问题，本质上与总需求息息相关，表现为供给相对过剩或需求严重不足。其中，土地、房屋及部分基础设施的利用率，均高度依赖于总需求的扩张。相较于投资，刺激消费是更直接、高效且不会产生无效产能的手段，最直接有效的办法是实施大规模的财政刺激。建议发行总额约4万亿元（约相当于 GDP 的3%）的消费券，以在短期内显著提振当期消费。从更长期的视角来看，应当通过结构性转移支付增加居民的永久性收入。除了直接刺激消费，稳定房地产市场也是提振总需求的关键一环。从社会福利最大化的角度出发，政府出资收购这些在建项目并将其转化为福利住房和廉租房，不仅能有效提振需求，更能显著改善民生。

中泰国际首席经济学家李迅雷指出，中国经济在过去四十余年的改革开放中取得了举世瞩目的成就，经济体量、制造业规模及居民收入增长均在全球屈指可数。然而，随着经济体量的持续扩张，中国经济已实质性步入由存量经济主导的新时代。在这一阶段，增量对存量基本盘的边际影响正在逐步衰减。当经济体在体量达到一定规模后，增速自然放缓是客观规律。我国主动将 GDP 预期增长目标调低至4.5%-5%，反映出我国顺应这一宏观规律、将发展重心转向提升经济增长质量。因此，“盘活存量”在当前的宏观经济政策中具有重要的战略地位。

针对当前的宏观经济痛点，盘活存量空间依然广阔，具体可从以下四个维度发力。**第一，发行中央特别国债置换地方高息债务。**建议加大由中央财政发行低成本（如2%左右）特别国债置换地方债的力度，切实化解地方债务风险。**第二，通过市场化手段盘活国有资产。**例如，可考虑将部分国有股权无偿划转给市场化运作程度较高的全国社保基金。**第三，拓宽投资渠道与释放高端消费潜力。**需为庞大的居民储蓄提供更加多元化、优质的投资渠道，并积极鼓

励和发展服务型消费与高端消费，承接高收入群体的消费需求。**第四，深化财税体制与国民收入分配改革。**加快建设全国统一大市场，促进要素跨区域市场化流动。

国家金融与发展实验室主任**张晓晶**认为，**存量改革的必要性不仅在于实现存量资源的优化配置，更根本的在于其必然涉及对固有利益格局的深刻调整。**盘活存量资产具有深远的宏观经济意义，包括：第一，随着 GDP 增速的平缓回落，中国存量资产规模日益庞大，深挖这部分庞大存量资源的潜力已成为时代要求；第二，在土地财政等传统非税收入增长乏力的背景下，必须在存量资产上做文章，以应对新的现实挑战；第三，发达经济体同样拥有规模庞大但收益率低下的公共资产，公共资产收益率的微小提升便能满足全球基础设施的投资需求，中国可借鉴西方经验提升国家公共财富的效能。第四，面对国际评级机构的疑虑，若不能将低效、沉睡的公共资产转化为可用资产，将直接制约宏观化债政策的效用及中央政府信用扩张的空间。

科学推进存量盘活，首要前提是全面摸清国家资产负债表的真实家底。根据测算，当前我国公共部门的总财富规模约为280万亿元，地方公共资产规模高达190万亿元左右；扣除约50万亿元的地方隐性债务后，地方实际可盘活的净资产规模约在140万亿元量级，这与我国当前的年度 GDP 总规模基本相当。然而，在这百万亿级的庞大资产中，沉淀了大量低效的闲置资源。关于盘活存量资产的实践路径，政策建议如下：**第一，鼓励并包容地方政府的创新探索，对改革探索中出现的失误予以合理包容；第二，充分借鉴国际先进经验；第三，立足长远运营，避免简单金融化，实现从“融资主导”向“运营提升”的模式跨越，切实提高国有资产的长期运营效率与真实收益率。**

以存量调整为核心，与增量做优协同发力

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

以下观点整理自毛振华在CMF宏观经济热点问题研讨会（第116期）上的发言

中国经济在经历长期高速增长后，已从传统的“短缺时代”迈入“过剩时代”。这里所说的“过剩”，不仅体现为商品生产的供过于求，还表现为资本的相对过剩。在这一转型过程中，我们积累了巨额社会财富，筑牢了经济发展的坚实基础，但也需要对原有增长路径进行系统梳理、深度反思和优化完善。事实上，存量与增量的关系，本质上是一个带有哲学意味的命题，而在经济学语境下，它又变得具体而务实，涉及到现实中的资源配置效率问题。过去，我国经济发展主要依靠增量扩张来调整产业结构、拉动经济增长，而当前，我们已过渡到“存量博弈与增量优化并存”的新阶段，存量部分需要通过博弈实现资源重组、效率提升，增量部分则需要通过优化布局、提质增效挖掘发展新空间。因此，如何正确处理存量调整与做优增量的关系，已成为我们必须从更高站位、更深层次重视和解决的重大经济命题。

一、克服路径依赖，构建以存量调整为核心的新资源配置方式

长期以来，以增量改革、供给侧发力为核心的发展路径与思维模式推动了经济增长，但这种优势也形成了路径依赖。中国改革开放始于国民经济贫困落后时期，彼时物资极度短缺，经济工作的重心是激发生产积极性、扩大产出规模。这一发展思维，成为改革开放初期引领经济发展的重要导向。与其他国家的传统变革不同，中国从“双轨制”推行、国有企业改革、到民营经济发展、社会福利政策完善，等等，始终以增量发展破解各类矛盾，这与当时经济技术水平较低、发展速度较快的阶段特征高度契合，在过去推进经济工作的过程中，我们每当遇到困难和问题，都会从供给侧发力，力求通过供给带动需求。从西方经济学理论层面看，古典与新古典等传统西方经济学理论，核心都是围绕增量发展，注重通过优化资源配置来提升产出，直到经济出现过剩，凯恩斯主义提出从需求端进行调节，才明确肯定了需求对经济的拉动作用。中国能够走到类似于西方过剩经济的发展阶段，付出了巨大努力且用时较短，体现中国发展的不易与成就，是一种“幸福的烦恼”。**但长期依赖增量发展，也形成了固化的**

路径依赖。如2008年全球经济萎缩导致外需下降、产能过剩时，我们仍侧重从供给侧优化发力；又如即便强调需求端“三驾马车”协同，政策也常偏向在投资端发力，而投资短期是需求，长期将转化为供给，将进一步加剧产能过剩。

在过去增量空间充足的背景下，增量发展的思路可以有效兼顾各方利益，维持原有利益格局稳定，但也导致存量调整进展缓慢、阻力较大。从改革利益分配关系来看，无论是存量调整还是增量创造，本质上都涉及利益关系的重新调整，必然会触动、改变原有的利益格局。过去，我们之所以能较好地缓和这一矛盾、有效减少改革阻力，关键在于当时增量发展空间充足，通过持续创造新的经济增量，我们得以较为妥善地化解社会摩擦、降低改革成本。这种优先“做大蛋糕”、通过开拓增量来绕开或缓解存量利益矛盾的做法，是我国改革进程中独具特色的发展优势。但长此以往，也导致存量调整工作相对滞后、推进难度加大，并形成了一种思维惯性，即政策制定和执行政策更倾向于通过开拓新的增长领域来解决发展中的问题，而非直接触及利益关系复杂、调整难度较大的存量资源。

当经济从“短缺时代”步入“过剩时代”，增量空间收窄，过去成功的思维模式和发展经验需要被审视和重新调整。当前我国存量规模已然庞大、供需矛盾问题日益凸显，同时受国际国内形势严峻复杂、经济周期变化等多重因素影响，呈现增速放缓、传统增长机会减少的特征。因此，必须树立新的发展认识，转向存量调整与增量做优相结合的新思维。过去我们对如何发展增量已有成熟经验和做法，增量做优更多是实践问题而非观念问题。但在存量调整上，无论是经验积累还是社会共识，都仍是当前需要重点突破的短板。而首要任务就是在认识上克服路径依赖，坚定推进存量调整的决心，这对各级政府和广大企业家而言，都是必须面对的重大挑战。

二、聚焦存量盘活和调整，强化政策调控的力度

经过长期的高速增长，我国已积累了巨大的社会财富，同时也形成了相当规模的沉淀资源与呆滞资产。如何有效盘活这些存量资源，已成为释放发展潜能、提升配置效率的关键。而资产盘活的本质，是对既有利益关系的深刻调整，这背后涉及复杂的所有权结构与生产关系，推进这项工作必须妥善平衡多方利益。从当前来看，盘活存量资源的核心领域之一在于房地产。

当前房地产行业已进入全面供过于求的阶段，不只体现在住宅领域，商业、写字楼、产业园区等各类建筑物的过剩状况同样严峻，造成了巨大的社会资源沉淀与潜在金融风险。早在2021年，我就提出房地产领域的问题并非单纯的流动性问题，而是价格问题，价格背后则是行业供过于求的矛盾，且已从住宅领域蔓延至商业地产、写字楼、开发区配套房产等多个领域。回顾过往，房地产粗放式发展的门槛较低，无需过高的技术含量，只需投入资金、辅以政策支持，就能实现规模扩张。彼时中国房地产市场尤其是住宅领域呈短缺现状，即便后期市场已出现过剩，但在政府、开发商以及全民对房价上涨的预期下，最终形成了房地产发展的高峰。如今，行业过剩态势已全面显现，大量社会资源被低效占用，且引发金融领域的风险敞口加大。

聚焦房地产存量盘活，中央政府必须树立清醒认知，明确市场供过于求的现实，全面冻结新增供地。当前已供应的土地，无论是住宅用地、工业用地还是产业用地，都足够未来多年使用，现阶段的工作重点应放在存量资源重组上，仅在个别有真实需求的地区可适度新供地。持续扩大供给只会进一步拉大供需缺口，造成更严重的资源浪费。需要注意的是，地方政府往往倾向于通过供地获得财政收入，通过新项目开工带动相关收益，因此全面冻结供地、冻结新开工（已缴纳土地出让金、正在推进的项目除外），需要中央政府拿出坚定决心。此外，国有企业和政府应全面冻结楼堂馆所新建项目，新增开工项目必须从现有存量资源中统筹调配、购置，这一举措至关重要，若没有中央政府的强力推动，很难在全国范围内落地执行。

除房地产外，其他产业领域的存量调整同样关键，既包括传统产业领域，也包括新能源等新兴产业领域，需避免陷入恶性竞争的负向循环。随着技术迭代升级、消费方式转变以及新技术的广泛渗透，传统产业生产经营面临巨大挑战，这一情况既存在于制造业，也存在于餐饮业等服务业领域，即便是一些相对新兴的产业，如新能源领域，由于一段时期内的过度投资，也出现了产能过剩的问题。在市场竞争日趋激烈的背景下，企业为了生存易陷入恶性竞争，先是比拼价格，进而压缩成本，最终影响产品和服务质量。若不采取有效措施加以规范，这种恶性竞争会形成负向螺旋，不仅导致产品与服务质量下滑，还会对工资水平、居民收入产生负面影响，进而损害整体社会效应。

产业存量调整必须坚持反内卷，规范行业竞争秩序，并购重组是重要抓手，需进一步完善企业破产法。充分发挥优势企业的引领作用，通过并购重组整合行业资源，让优势企业主

导行业发展，推动落后产能、劣势企业有序退出市场，实现产业提质增效。尽管近年来我国企业破产法不断完善，但与成熟市场经济国家相比，执行力度仍有不足，核心问题在于我们往往将经济领域的问题最终归结为维稳需求，给常规经济工作附加了过多非经济因素。事实上，劣势企业依法退出市场是市场经济的正常规律，唯有如此，才能为新企业发展腾出空间，推动行业整体质量提升。

在总供给已经过剩的背景下，我们还需增加需求，重点在民生领域，注重“投资于人”。供给端仍是经济发展的重要基础，并非要弱化供给，而是要对已出现过剩的总供给进行合理管控，同时扩大总需求，进一步推动“三驾马车”从投资主导转向消费驱动，重点聚焦民生领域，加大对人的投资。多项研究表明提升对民生领域与居民消费能力相关的投资，其效益远高于单纯的供给端投资。当然这需要我们打破高速增长时期形成的政策惯性与思维定势，进一步解放思想、优化政策导向。

三、从供需两端统筹谋划，做优增量

供给端的增量做优已取得明显成效，高新技术产业是突出亮点，未来需进一步巩固优势，做好增量发展的甄别和筛选。近年来我国高质量发展扎实落地，在很多技术领域实现突破，特别是疫情后的这几年取得了显著的成就，不仅补齐了部分传统产业短板，也在人工智能、生物技术等前沿领域取得重要进展。新能源等新兴产业更是形成全球产业优势，即便面临阶段性产能过剩，但技术层面已确立全球引领地位。做优增量，关键在“优”，这要求我们对未来发展增量的方向做好优劣甄别与科学取舍。

从需求端扩张来看，既要深耕国内市场，也要抓住海外布局的窗口期，企业出海是重要的机遇也是历史趋势。从宏观上看，当前我国已从资本短缺阶段成长为重要的资本输出国。参照国际经验，一个国家发展到一定阶段，国内消费需求将难以完全消化产能，单纯依靠商品出口也难以持续，推动绿地投资、开展资本与产业的海外布局，是必然选择。当前我国正迎来这一转型的关键窗口期：一方面，国内已出现资本过剩，具备资本输出的客观条件；另一方面，全球新一轮产业转移浪潮到来，其中既有传统落后产能转移，也包含先进产能的布局调整。这一过程虽伴随挑战，但也是重大战略机遇，很多国家对中国企业赴当地投资布局持积极欢迎态度。当前，我国企业的海外布局大致可以概括为被动出海与主动出海两种类型，被动出海主要是顺应苹果、特斯拉等全球产业链主企业的配套转移要求，看似受外部因素裹

挟，实则企业落地后可快速获得市场空间与经营利润，且得到东道国的政策支持，本质也是难得的发展契机，主动出海则是我国企业主动把握全球产业格局调整、化解国内产能过剩的战略选择。

日本的发展经验为我国企业出海提供了重要参考，需顺应经济发展阶段规律，有序推进海外布局。日本虽经历了“失去的三十年”，但海外市场布局成效显著。80年代日本企业开始探索出海，90年代出海提速，此后日本 GNI 显著高于 GDP。企业出海有效缓解了国内经济停滞的压力，保障了国民收入稳定。我们既要警惕日本发展中的问题、坚决避免重蹈其覆辙，更要借鉴其海外布局的成功经验，立足我国实际，在全球经济格局中寻找新的增长点与发力点。

四、将盘活存量、做优增量有机结合，实现资源最优配置

盘活存量与做优增量并非相互割裂，而是辩证统一、相辅相成的。从辩证关系来看，做优增量与盘活存量相辅相成，要以做优增量带动存量调整，同时依托现有存量资源为增量发展提供支撑。当前社会资源主要集中在存量领域，只有推动二者良性互动、循环互促，才能实现资源高效配置。

企业也可以参照上述思路思考自身发展。现阶段企业发展不宜盲目采取跳跃式扩张，更应立足自身原有基础，依托既有的资本、技术与市场等优势，精准挖掘新的增长空间。政策层面需加大金融领域的政策倾斜，在上市、融资等方面给予企业精准支持，为企业存量盘活与增量做优创造良好环境。

总体而言，盘活存量与做优增量必须放在全面深化改革的大局中统筹谋划，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，依靠优胜劣汰的市场竞争机制，构建存量与增量深度融合、效率持续提升、竞争力不断增强的发展新格局。

推进存量改革，盘活存量资产

张晓晶　国家金融与发展实验室主任

以下观点整理自张晓晶在CMF宏观经济热点问题研讨会（第116期）上的发言

一、存量改革的必要性与盘活资产的宏观维度

回顾中国过去四十余年的改革发展历程，在早期呈现出鲜明的“渐进式”特征。这种改革模式的本质是增量改革，即在传统体制之外培育新体制与新动能。增量改革之所以能在初期顺利推进，关键在于其不触动既有的传统利益格局。**然而，随着宏观经济步入新发展阶段，单纯依赖增量扩张已难以为继。存量改革的必要性不仅在于实现存量资源的优化配置，更根本的在于其必然涉及对固有利益格局的深刻调整。**

二、盘活存量资产的多维宏观意义

盘活存量资产具有深远的宏观经济意义，可从以下四个维度进行审视：

第一，发展阶段。中国经济正由依赖增量扩张的“增量经济”向以存量优化驱动为主的“存量经济”转变。随着 GDP 增速的平缓回落，中国存量资产规模日益庞大，深挖这部分庞大存量资源的潜力已成为时代要求。

第二，现实财政的挑战。当前在统筹发展与安全、保障民生福利以及推进共同富裕等领域均面临巨大的支出需求，而在土地财政等传统非税收入增长乏力的背景下，必须在存量资产上做文章，以应对新的现实挑战。

第三，国际视野的启示。发达经济体同样拥有规模庞大但收益率低下的公共资产。正如《新国富论》所指出的，公共资产收益率的微小提升便能满足全球基础设施的投资需求，中国亦可借鉴西方经验提升国家公共财富的效能。

第四，宏观信用与化债的现实约束。在我国宏观杠杆率及政府隐性债务高企的当下，国际评级机构对中国政府账面净财富的质量、流动性及抵押可用度存有疑虑。若不能将低效、

沉睡的公共资产转化为可用资产，将直接制约宏观化债政策的效用及中央政府信用扩张的空间。

此外，盘活存量不能仅停留在“唤醒资产”的层面，被盘活的存量还需要进行存量改革。如政府盘活的存量财富应当适度向居民部门转移，在做大蛋糕的同时服务于分好蛋糕，这正是存量改革调整利益分配的核心要义。

三、摸清存量家底：规模测算与低效资产的成因剖析

科学推进存量盘活，首要前提是全面摸清国家资产负债表的真实家底。根据国家资产负债表相关研究的初步测算，当前我国公共部门的净财富规模约为280万亿元。依托2024年《国有资产管理情况综合报告》的数据推算，全国国有净资产（权益）总额达198.7万亿元（涵盖非金融企业109万亿元、金融企业34万亿元及行政事业55.4万亿元）。在这些国有资产权益中，中央资产权益为51.6万亿，占比26%；地方资产权益为147.1万亿，占比74%，接近四分之三。即便做保守估算，将地方在全部公共净资产中的占比调整至三分之二，那么在280万亿的政府净财富中，地方净财富规模也高达190万亿元左右；扣除约50万亿元的地方隐性债务后，地方实际可盘活的净资产规模约在140万亿元量级，这与我国当前的年度 GDP 总规模基本相当。

然而，在这百万亿级的庞大资产中，沉淀了大量低效、闲置与沉睡资源。具体表现为批而未供或用而未尽的闲置土地、空置的楼堂馆所、停滞的产业园区与烂尾项目、超前建设的基础设施、僵尸企业占用的沉没资产，以及运营粗放、回报率极低的传统公用事业（如供水、供暖、污水处理等）。深究大量无效与低效资产的成因，核心症结在于政绩观的扭曲与体制性约束。长期的投资驱动模式与 GDP 锦标赛竞争，催生了大量盲目上马的“面子工程”；叠加预算软约束、中央政府的隐性担保预期，以及“重建轻管”的全生命周期管理缺失，最终导致了大量公共资产在建成后即陷入低效闲置的困境。

四、盘活存量资产的实践路径与政策建议

第一，鼓励并包容地方政府的创新探索。解决盘活存量的新问题，答案往往蕴藏在基层的实践中。在严控新增隐性债务红线的前提下，应给予地方一定的试错空间。针对盘活过程

中地方干部普遍面临的“国有资产流失”顾虑与追责担忧，亟需将“三个区分开来”落实落细。本着服务国家利益与公共福利的原则，对改革探索中出现的失误予以合理包容，从而激发基层的行动内驱力。

第二，充分借鉴国际先进经验。在管理与运营大规模公共资产方面，加拿大、澳大利亚、挪威等国积累了丰富的实践经验。我国应积极借鉴其在治理结构、绩效管理等方面的优势，并加快完善金融法、金融稳定法、企业破产法等相关法律体系，为存量资产的出清、重组与高效运营提供坚实的法治保障。

第三，立足长远运营，避免简单金融化。在实操层面，应摒弃将市场化、金融化简单等同于“一卖了之”的认知误区。发行 REITs 等金融工具在初期确实有助于化解资产僵化与流动性难题，但盘活资产的根本目的绝非单纯的融资变现，而是要实现从“融资主导”向“运营提升”的模式跨越，切实提高国有资产的长期运营效率与真实收益率。

综上所述，推进存量改革必须直面固有的存量利益调整。大量被盘活的公有资产和政府财富，最终必须服务于公共福利的基本原则，实现向居民部门的适度转移。

当前宏观经济的症结与破局

——提振总需求与财政刺激的逻辑

朱天　中欧国际工商学院副院长兼中方教务长

以下观点整理自朱天在CMF宏观经济热点问题研讨会（第116期）上的发言

一、供需视角的转换：盘活存量对需求侧的积极影响

在探讨宏观经济时，“盘活存量、做优增量”通常是供给侧的概念，其核心在于提高闲置与低利用率资源的利用效率，并追求高质量、高回报的新增量，但与需求侧同样息息相关。盘活存量能够增加地方政府的财政收入（规模或可达上万亿元），进而提升其支出能力，而政府的支出能力本身即转化为实质性的总需求。此外，提高资源利用效率与回报率，也为维持可持续的发债规模奠定了坚实基础。因此，从需求侧审视“盘活存量”，对于理解和应对当前的宏观经济形势具有重要的现实意义。

二、宏观形势剖析：总需求不足引发的资源闲置与通缩压力

当前宏观经济面临的“存量资源闲置”问题，本质上与总需求不足高度相关。其中，土地、房屋及部分基础设施的利用率，均高度依赖于总需求水平。

自2022年房地产行业受到“三条红线”等调控政策影响出现大幅下行以来，消费需求随之疲软，导致宏观总需求增速大幅放缓。从供给端观察，过去十年间，工业生产及企业经营收入的实际与名义增长率均显著低于5%，固定资产投资增速亦长期处于低位。当前市场出现的 PPI 下行与 CPI 低位徘徊的通缩现象，其最主要根源在于总需求不足，这直接导致了资源闲置、产能过剩与投资回报率的下降。

三、政策破局的关键：大规模提振消费较扩大投资更为直接有效

在当前物价低迷的背景下，宏观政策特别是财政与货币政策具备广阔的操作空间以刺激需求。鉴于当前出口表现较为强劲，政策发力点应聚焦于国内的消费与投资需求。由于投资与消费双双下滑，且投资降速更快，如何选择刺激路径成为关键。由于许多基础设施和产能利用率较低，政府要在短期内通过增加直接投资来拉动经济，面临着难寻找高回报率“有效投资”项目的现实困境。相比之下，刺激消费是更直接、高效且不会产生无效产能的手段。

过去数年，政策层面一直在呼吁提振消费，并出台了发放消费券、以旧换新等举措，但由于力度不足，未能全面提振需求。市场常常陷入一种误区，认为经济下行是因为“中国消费占 GDP 比重过低”。事实上，中国在过去四十年的高速增长期内，消费率与绝大多数国家相比一直处于较低水平。但低消费率意味着高储蓄率与高投资率，这曾是驱动中国经济长期高速增长的优势。因此，当前的核心问题并非消费率过低投资率过高的结构性失衡，而是房地产大幅下滑导致的消费与投资绝对总量与生产能力相比的不足。试图在短期内通过改变消费率这一长期结构性问题来刺激经济，效果必然有限。

四、财政刺激的具体路径：巨额消费券与房地产收储

要迅速增加当前的消费总量，最直接有效的办法是实施大规模的财政刺激。建议发行总额约4万亿元（约相当于 GDP 的3%）的消费券，以在短期内显著提振当期消费。从更长期的视角来看，可以通过增加结构性转移支付来增加居民的“永久性收入”，如提高城乡居民的养老金。也可以增加医院、公共医疗及教育等公共消费的个人支付比例。不过这些举措对当前消费的影响可能相对有限，不如直接发消费券效果大。

除了直接刺激消费，稳定房地产市场亦是提振总需求的关键一环。若房价无法止跌回稳，消费提振将举步维艰。鉴于当前市场供给已经过剩，盲目增加新供给并不可取。但对于已经在建的楼盘，由于其建筑成本通常远低于市场价格及其实际效用，若任由其烂尾将造成巨大的社会资源浪费。从社会福利最大化的角度出发，政府出资收购这些在建项目并将其转化为福利住房和廉租房，不仅能有效提振需求，更能显著改善民生。

五、财政刺激的逻辑与空间：正确认识债务杠杆

针对上述动辄数万亿元的财政刺激，市场普遍担忧当前国家财政的高负债率是否还能承受。这需要厘清结构性债务与周期性债务的区别。除了长期的福利制度改革，旨在刺激当前消费的财政政策均属于短期的逆周期调节措施。如果刺激有效、经济回暖，明年便无需继续发消费券；若无效，同样不应再发。这种通过特别国债来支持大规模发放消费券和收储商品房的举措是一次性的，旨在熨平宏观经济的短期波动，而非年年都要发行的结构性债务。

此外，评估政府负债水平的高低，其核心逻辑在于公式，即债务付息率（r）小于经济增长率（g）与通货膨胀/资产回报率（p）之和。如果经济保持较快增长，无论债务占收入还是资产的比例，均有望实现下降。当前中国仍具备实现5%至6%中等增速的潜力，目前的实际增速伴随着价格下行，说明潜在增长速度超过当前实际增速，这是总需求不足造成的。在现代政府拥有自主货币发行权且中央政府债券利率极低的情况下，因总需求不足而导致生产能力和资源浪费是非常遗憾的。

综上所述，当经济企稳、收入上升时，增长率与资产回报率均会提高，债务可持续性将大幅改善，整体经济将步入正向循环。中国经济当前的主要问题是总需求不足，这迫切需要中央财政与货币政策的紧密配合。与其由中央政府直接进行项目投资，不如将资金直接转化为民众消费，或转移给地方政府用于收储存量房产。这不仅是短期内促使经济复苏的最有效手段，也是重启中国经济中长期升势的快速路径。

从当前经济结构看如何盘活存量

李迅雷　中泰国际首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在CMF宏观经济热点问题研讨会（第116期）上的发言

一、宏观周期的演进：从增量扩张迈向存量主导

中国经济在过去四十余年的改革开放中取得了举世瞩目的成就，经济体量、制造业规模及居民收入增长均在全球屈指可数。然而，随着经济体量的持续扩张（目前 GDP 总量已达140万亿元人民币级别），中国经济已实质性步入由存量经济主导的新时代。在这一阶段，增量对存量基本盘的边际影响正在逐步衰减。当经济体在体量达到一定规模后，潜在增速略有放缓是客观规律，例如，步入人口深度老龄化后的发达国家，年均 GDP 增速都在2%左右。因此，我国主动将 GDP 预期增长目标调低至4.5%-5%，反映出我国顺应这一宏观规律、将发展重心转向提升经济增长质量。因此，“盘活存量”在当前的宏观经济政策中具有重要的战略地位。

二、当前经济面临的多重挑战与结构性矛盾

当前中国经济正面临周期性、结构性与体制性交织的复杂困局。在周期性层面，房地产行业持续下行对整体宏观经济构成了显著影响；而在深度的结构性错配方面，投资与消费、内需与外需等方面存在不平衡，财政与货币政策协调配合以及央地财政关系方面仍有优化空间，更潜伏着债务扩张过快的核心隐患。目前我国宏观杠杆率已突破300%并呈现加速攀升态势，攀升速度与绝对水平已超越多数发达经济体平均水平，妥善化解债务风险已成当务之急。与此同时，“供强需弱”引发的多领域过剩问题日益凸显，传统制造业、前期大规模投资的基础设施（如高铁、公路、航运）以及商品房市场均面临产能或运能过剩的挑战。更为严峻的是，人口老龄化不仅直接削弱了对房地产和总体消费的需求，更使得政府的债务与财政负担日益沉重。据估算，为填补社保缺口的一般预算支出正逐年攀升，预计到2030年将突破4万亿元。这导致财政支出结构发生被动演变：由过去主导基础设施建设的“投资财政”，逐步转向保障社保、教育、就业等基本民生的“吃饭财政”，这一趋势在未来数年将持续存在。

此外，国内灵活就业人口已达2.87亿，约占总就业人口的40%，随着人工智能时代的全面到来，未来的就业结构性压力不容小觑。

三、扭转政绩观偏误：重新审视投资与消费的逻辑

应对上述问题，树立和践行正确政绩观至关重要。这要求全社会对当前的周期性、结构性、体制性困境形成清晰的共识。

长期以来，我们一直强调“让消费在经济发展中发挥基础性作用，让投资发挥关键性作用”。但在实际的地方经济运行中，由于“稳增长”的需求，地方政府往往高度依赖投资。因为消费是受预期和收入影响的“慢变量”，而投资则是可以通过行政力量迅速拉动的“快变量”。长此以往，导致中国经济增长对投资的依赖度畸高。目前我国投资对 GDP 的贡献率高达40%以上，而全球平均水平的资本形成占比通常仅为20%左右。即便在去年固定资产投资增速首次出现负增长的背景下，市场的第一反应仍是呼吁“投资止跌回稳”。然而，盲目追求止跌回稳是危险的。必须细化投资结构：是先进制造业需要回稳，还是传统制造业、房地产需要回稳？从经济学逻辑来看，投资在短期内体现为总需求，在中期转化为供给，而在长期则极易演变为产能过剩。为了短期的当期 GDP 稳增长，而付出未来长期产能过剩的巨大代价，是违背高质量发展初衷的。最近《求是》的一篇文章中指出：“随着基础设施投资边际回报率持续下降，从2008年到2023年，我国增量资本产出率由2.84攀升至9.44”，也就是说，为了增加一块钱的 GDP，需要增加的投资额从过去的2.84元，增加到2023年的9.44元。

四、盘活存量资产的四大对策建议

针对当前的宏观经济痛点，盘活存量空间依然广阔，具体可从以下四个维度发力：

第一，发行中央特别国债置换地方高息债务。面对地方政府庞大的债务规模与沉重的利息负担，在经济增速放缓且人口老龄化的背景下，降低利息支出是第一要务。现实中，部分地方政府境外发债成本甚至高达10%。建议加大由中央财政发行低成本（如2%左右）特别国债(或叫再融资专项债)置换地方债的力度，切实化解地方债务风险。

第二，通过市场化手段盘活国有资产。当前一大批国有企业和上市公司的市净率（PB）已跌破1。对于这些资产，应进一步解放思想，运用市场化手段进行盘活。例如，可考虑将部分国有股权无偿划转给市场化运作程度较高的全国社保基金。同时，应适度放宽“国有股权转让不得低于净资产”等硬性约束，允许长期经营不善的国企引入市场化托管机制，通过竞聘专业管理人来提升资产运转效率。

第三，拓宽投资渠道与释放高端消费潜力。当前面临“消费增速低”与“居民存款高”的并存矛盾（住户存款余额已达170万亿元）。一方面，需为庞大的居民储蓄提供更加多元化、优质的投资渠道；另一方面，应打破观念束缚，积极鼓励和发展服务型消费与高端消费（例如借鉴国际经验发展游艇经济等），以承接高收入群体的消费需求。

第四，深化财税体制与国民收入分配改革。加快建设全国统一大市场，促进要素跨区域市场化流动。在财政体系层面，目前国家财政每年超10万亿元的中央对地方转移支付规模偏大。在总人口减少和区域人口流动变化趋势下，建议对其进行结构性优化与适度减少，将部分中央财政用于转移支付给地方的资金更加精准地用于填补社保体系缺口，或直接以转移支付形式精准资助特定低收入和贫困人群，从根本上解决结构性痛点。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting 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：