CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济月度数据分析报告

(2025年12月) (第81期)

稳中求进、行稳致远的中国宏观经济

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

2025年12月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会　第81期

稳中求进、行稳致远的中国宏观经济

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

稳中求进、行稳致远的中国宏观经济

报告人：秦聪

2025年12月17日

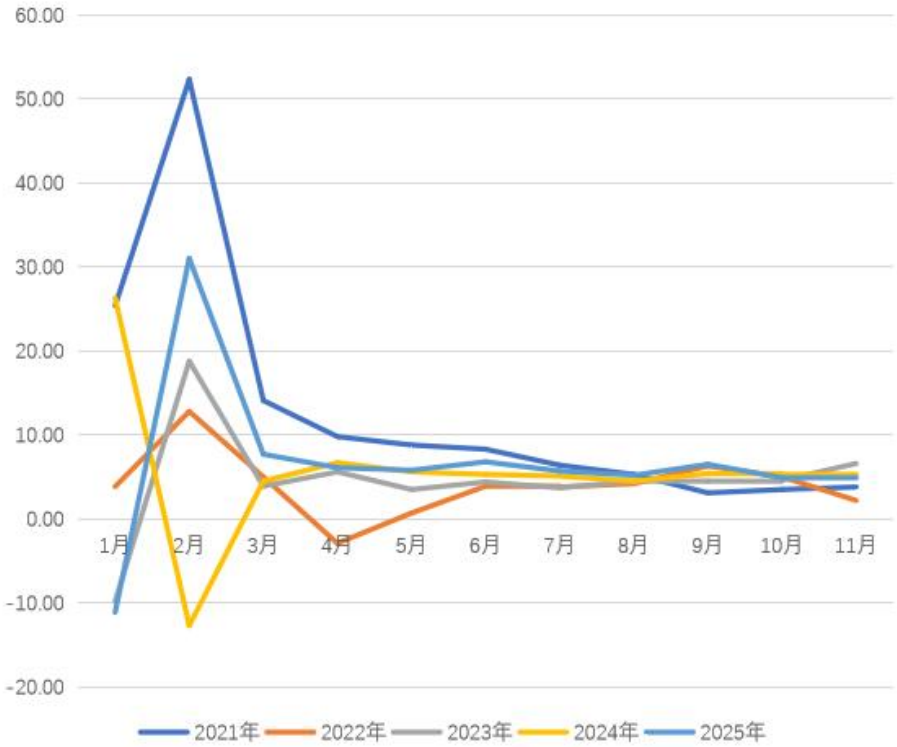
目 录

一、稳中有进的宏观经济

二、行稳致远的支持因素

三、政策建议

1.1. 工业生产总体平稳，转型升级持续推进



1.1. 工业生产总体平稳，转型升级持续推进

门类	11月	1-11月
采矿业	6.30(4.50)	5.70(5.60)
制造业	4.60(4.90)	6.40(6.60)
高技术产业	8.40(7.20)	9.20(9.30)
电力、燃气及水的生产和供应业	4.30(5.40)	2.50(2.00)

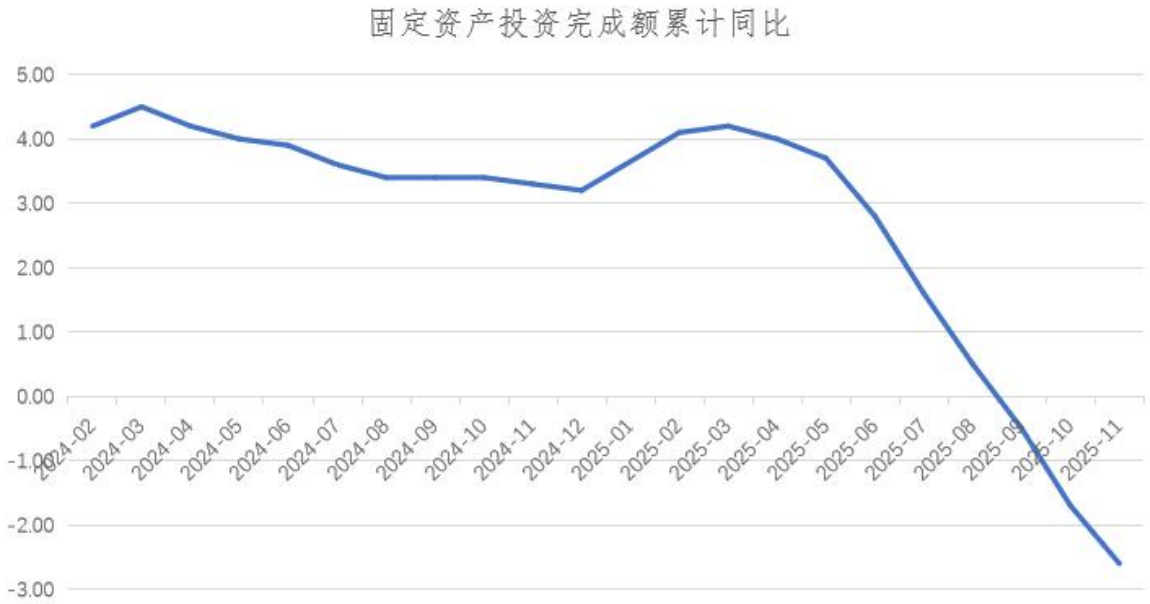
所有制	11月	1-11月
国有及国有控股企业	4.20(6.70)	4.70(4.80)
股份制企业	5.20(5.50)	6.40(6.50)
外商及港澳台投资企业	3.40(4.00)	4.00(4.10)
私营企业	3.20(2.10)	5.40(5.70)

11月工业增加值特征

- 特征1：内外因素作用分化。
  - 国内因素：内需依赖政策，动能仍然不足
  - 国际因素：全球制造业处在扩张区间，出口如期反弹
- 特征2：冬季供暖需求推动采矿业增速提升。
  - 煤炭开采和洗选业当月同比增速7.5%，较前值提高1个百分点
- 特征3：装备制造业占比持续提升，工业结构不断优化。
  - 装备制造业中的8个行业增加值全部实现增长，其中，电子、汽车行业增速分别为9.2%、11.9%。
- 特征4：高技术制造业增长加快，引领工业高质量发展。
  - 集成电路制造、电子专用材料制造、生物药品制品制造等行业增加值分别增长32.4%、30.9%、17.3%。

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

- 特征1：固定资产投资累计增速延续下行趋势。1-11月份固定资产投资同比下降2.6%，延续了3月份以来的下行趋势。



1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

- 特征2：民间投资动力不足。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资累计同比-5.3%，扣除房地产开发投资同比增长-0.7%，均低于前值。国有控股企业固定资产投资同比-1.1%，较前值下滑1.2个百分点。分产业来看，第一产业较前值小幅下滑0.2个百分点，第二、三产业分别下滑约1个百分点。

投资主体	2025年1-11月	2025年1-10月
民间投资	-5.30	-4.50
国有控股	-1.10	0.10

产业	2025年1-11月	2025年1-10月
第一产业	2.70	2.90
第二产业	3.90	4.80
第三产业	-6.30	-5.30

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

- 特征3：制造业投资回升、基础设施投资加快、房地产投资不振。
  - 1-11月制造业投资累计同比增长1.9%，较前值下滑0.8个百分点，延续了3月以来连续8个月的下滑趋势。
  - 1-11月基础设施投资同比增长0.13%，低于前值1.38个百分点，但降幅收窄。
  - 房地产投资同比增长-15.9%，较前值下降1.2个百分点，降幅走阔。

1.2. 固定资产投资平稳增长，结构有所改善

➢ 特征4：设备购置投资在制造业中持续发挥拉动作用；重点领域基础设施投资较快增长；高技术服务业投资占比提高。

1.3. 消费市场平稳增长，服务零售增长加快

➢ 特征1：消费正增长，但增速回落。

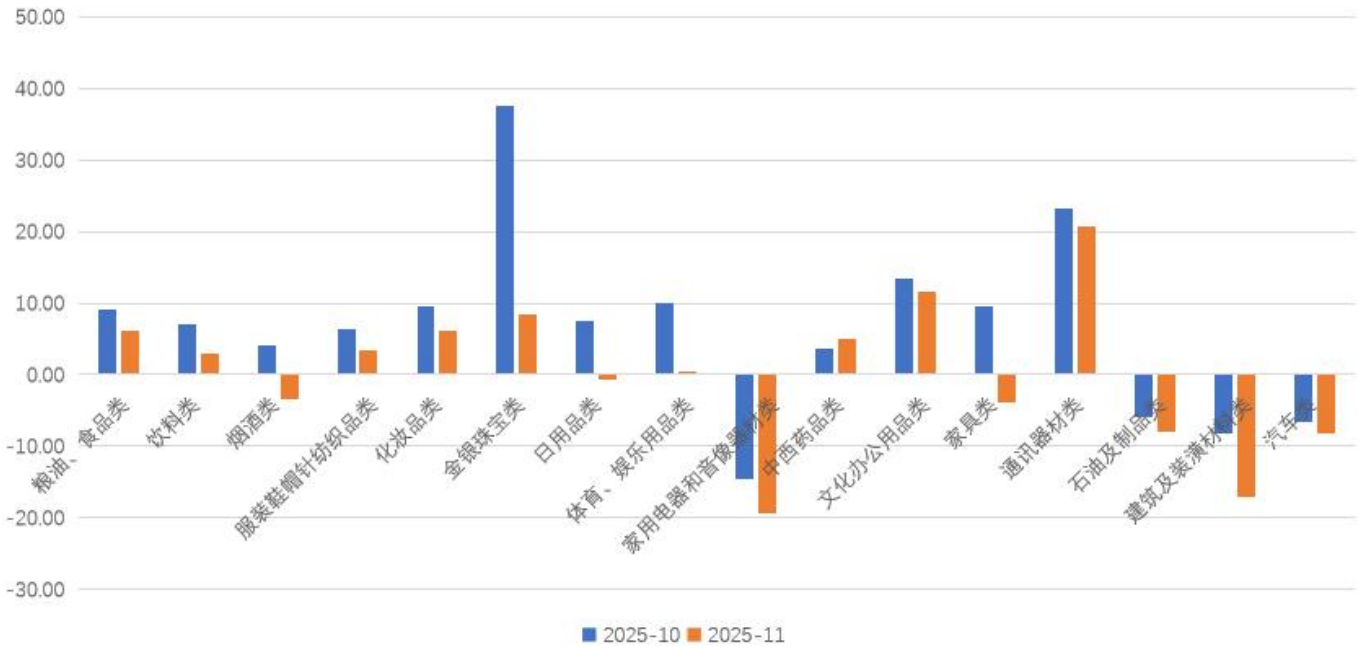
➢ 特征2：服务消费潜力加快释放。

1.3. 消费市场平稳增长，服务零售增长加快

- 特征3：线上消费带动作用明显。
- 1-11月份，网上零售额同比增长9.1%；其中，实物商品网上零售额增长5.7%，占社会消费品零售总额的比重为25.9%，占比较1—10月份提升0.7个百分点，网络零售拉动同期社会消费品零售总额增长1.5个百分点。

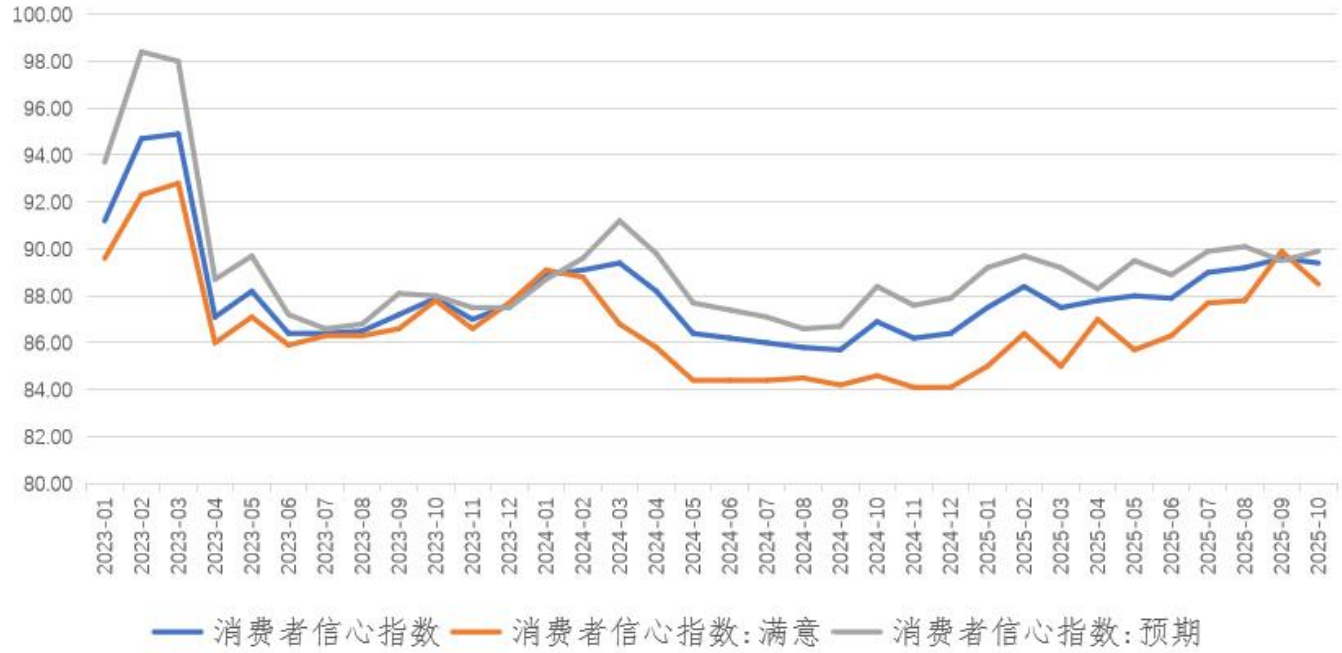
1.3. 消费市场平稳增长，服务零售增长加快

➢ 特征4：各行业商品零售普遍承压。



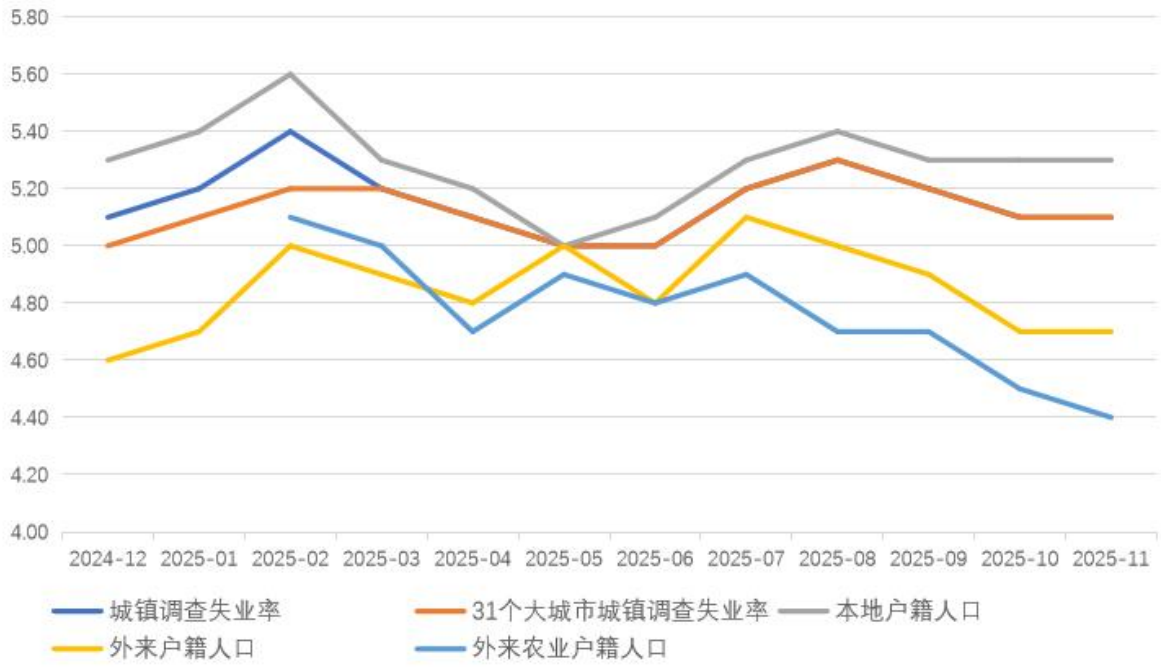
1.3. 消费市场平稳增长，服务零售增长加快

➢ 特征5：消费信心修复放缓。



就业形势总体稳定，城镇调查失业率与上月持平。

- 11月份，全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率均为5.1%，均与前值持平。
- 本地户籍劳动力调查失业率为5.3%，外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，均与前值持平；外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，较前值下降0.1个百分点。



1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

2025年11月外贸总体情况

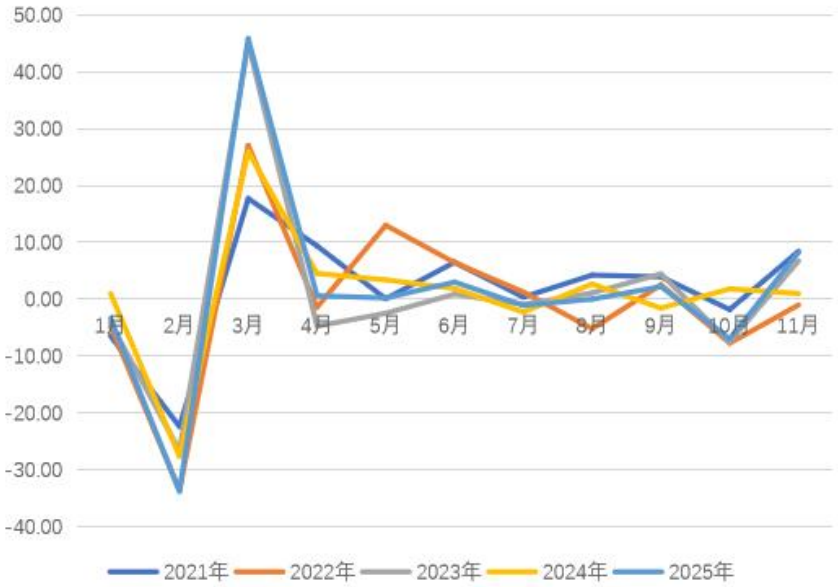
按美元计价：进出口5490.3亿美元，同比4.3%。
出口3303.5亿美元，同比5.9%。
进口2186.7亿美元，同比1.9%。

1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

➢ 特征1：出口韧性较强：11月出口同比增速5.9%，在经历10月负增长后迅速反弹。

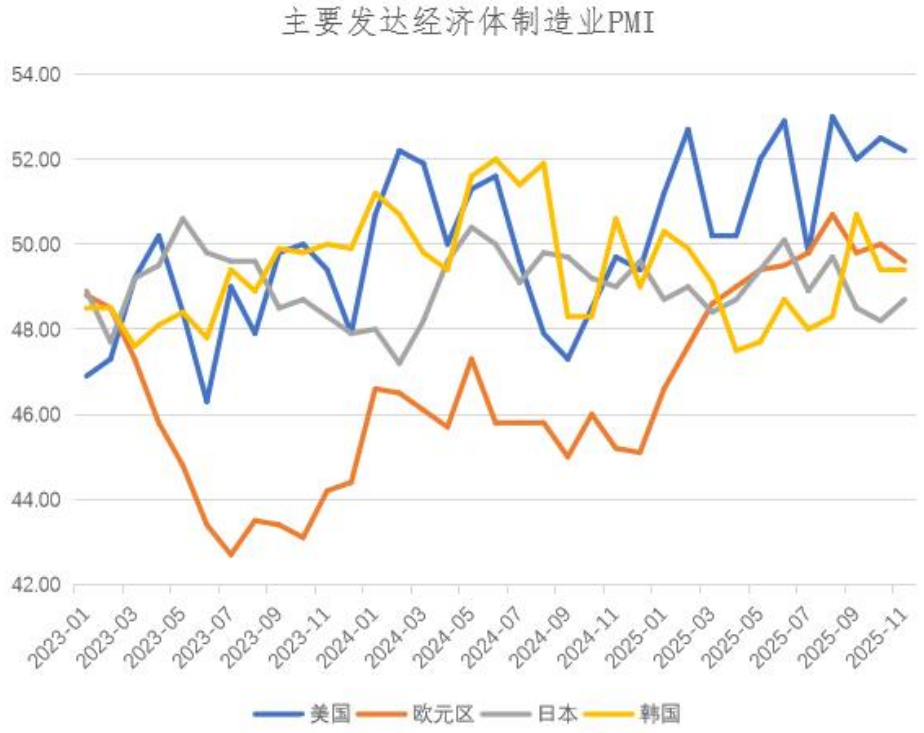
1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

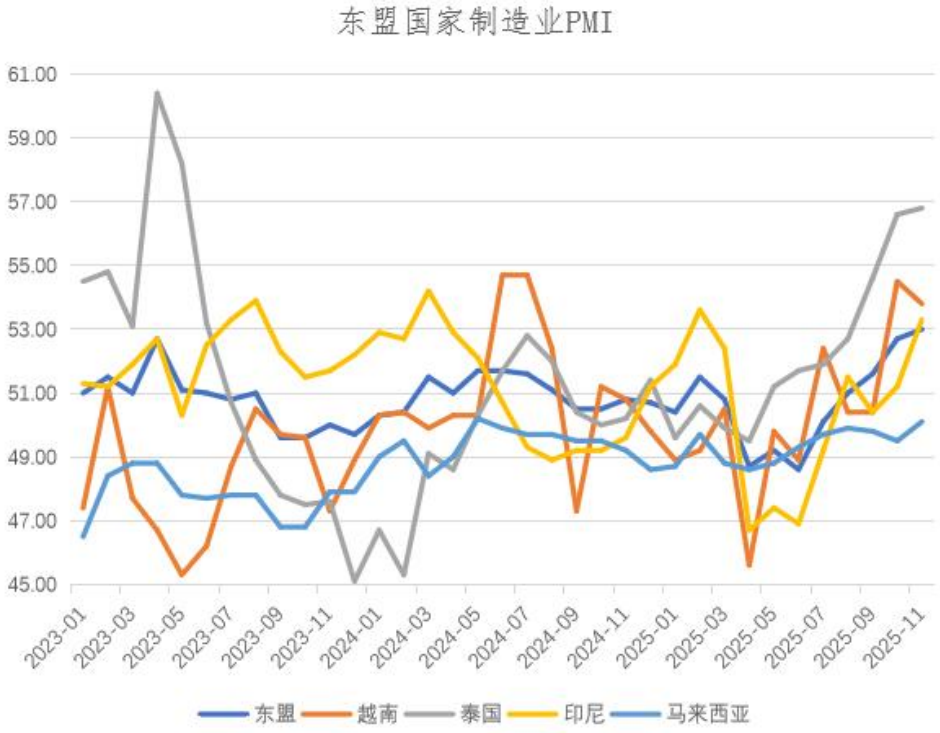
➢ 特征2：支撑出口的因素：去年同期基数较低；全球制造业PMI维持在荣枯线以上。



1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

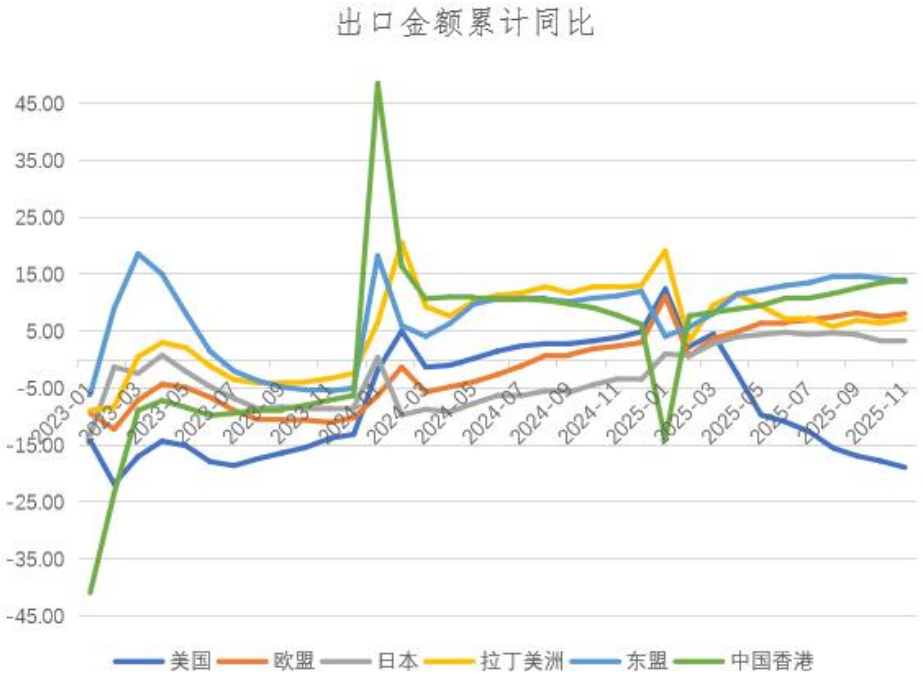
➢ 特征2：支撑出口的因素：去年同期基数较低；全球制造业PMI维持在荣枯线以上。

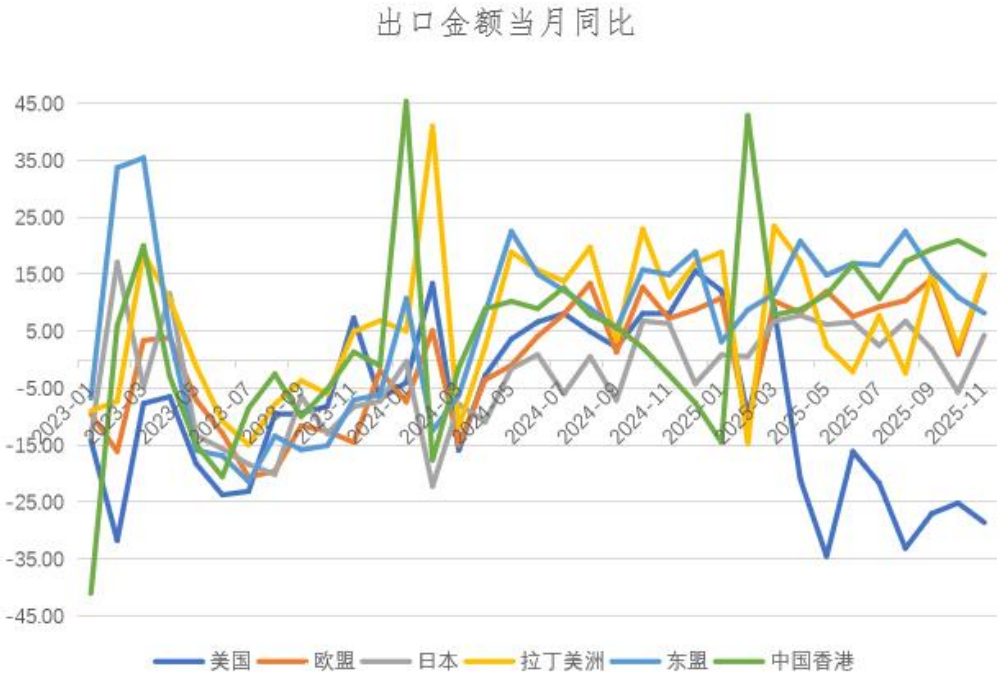




1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

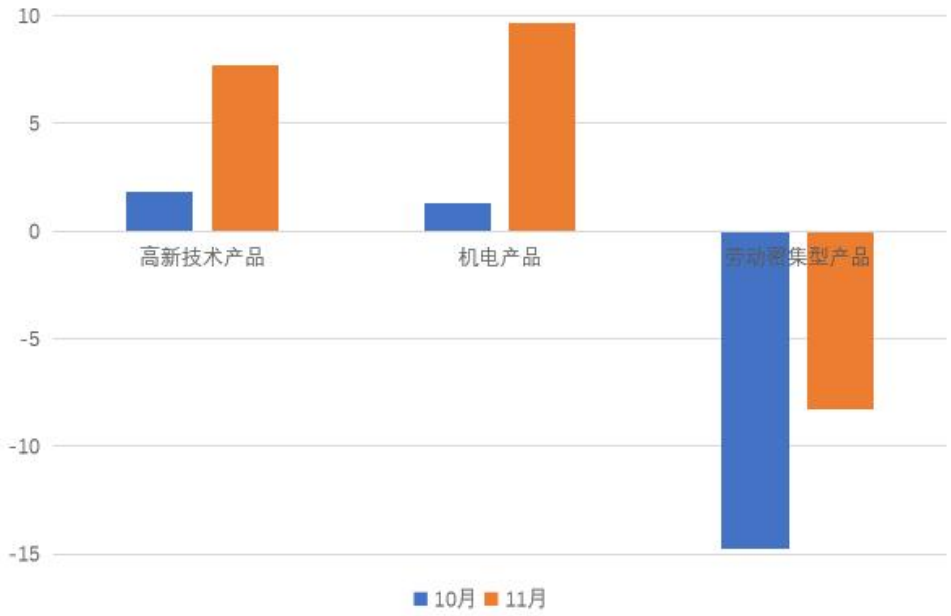
➢ 特征2：支撑出口的因素：去年同期基数较低；全球制造业PMI维持在荣枯线以上。





1.4. 出口如期反弹，进口温和增长

- 特征3：产品间出口增速存在明显差异。
- 11月高新技术和机电产品同比增速分别为7.7%、9.7%，均高于前值1.8%、1.3%；劳动密集型产品同比增速-8.3%，高于前值-14.8%。
- 机电产品中，汽车53%（前值34%）、集成电路34.2%（前值26.9%）、通用机械设备4.5%（前值-9.1%）、汽车零配件1.6%（前值-11.6%）增速较快；多数劳动密集型产品出口增速降幅收窄，但仍然偏弱。

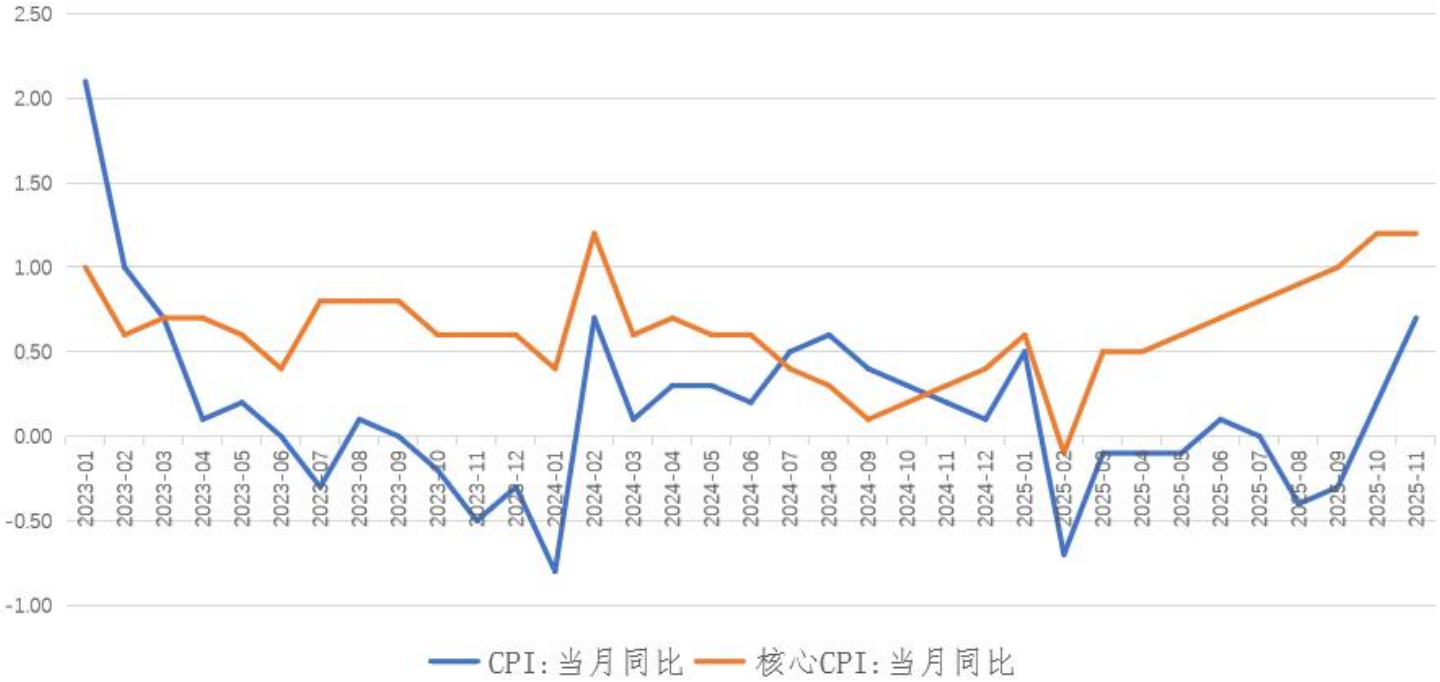


进口增速回升，产品间存在分化

- 11月进口同比1.9%， 前值为1%；环比1.6%，前值为-9.5%。
- 机电产品进口同比5.5%，前值为2.5%。其中，自动数据处理设备及其零部件同比6.8%，前值为-27.2%，回升幅度最大；集成电路同比13.9%，前值为10.2%，拉动最强。

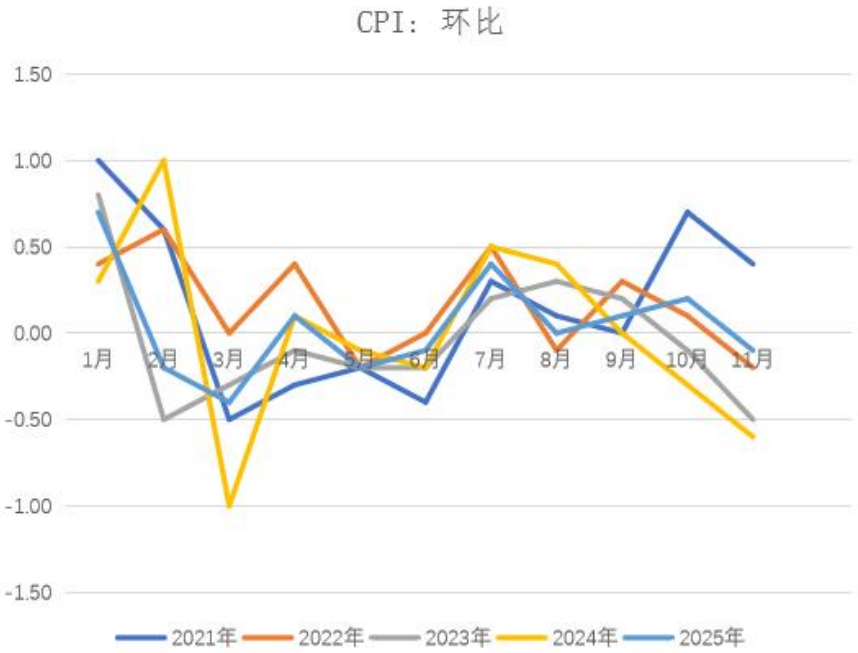
1.5. 市场物价持续改善

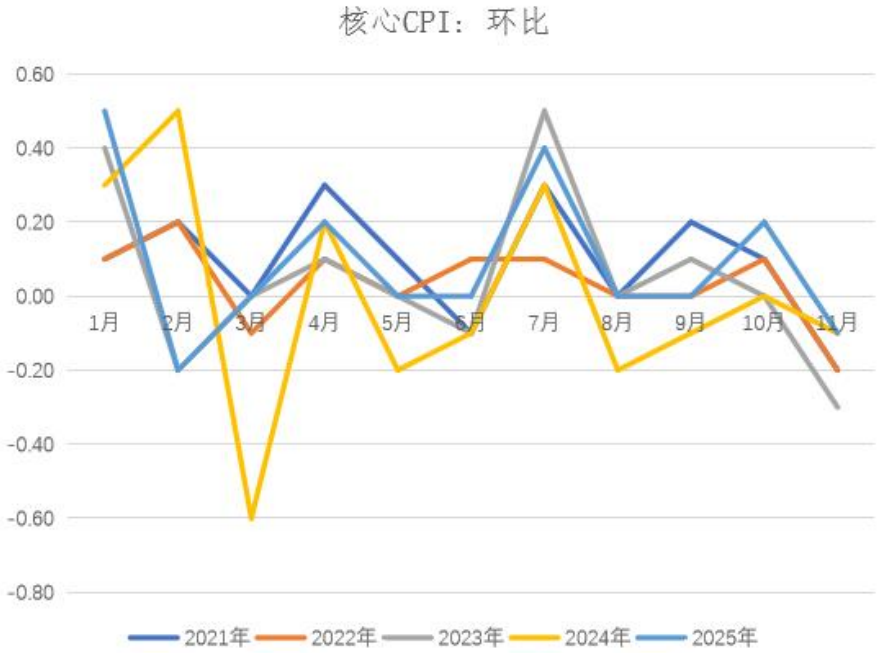
➢ CPI特征1：物价持续改善——CPI及核心CPI同比持续改善，处在年内高值。



1.5. 市场物价持续改善

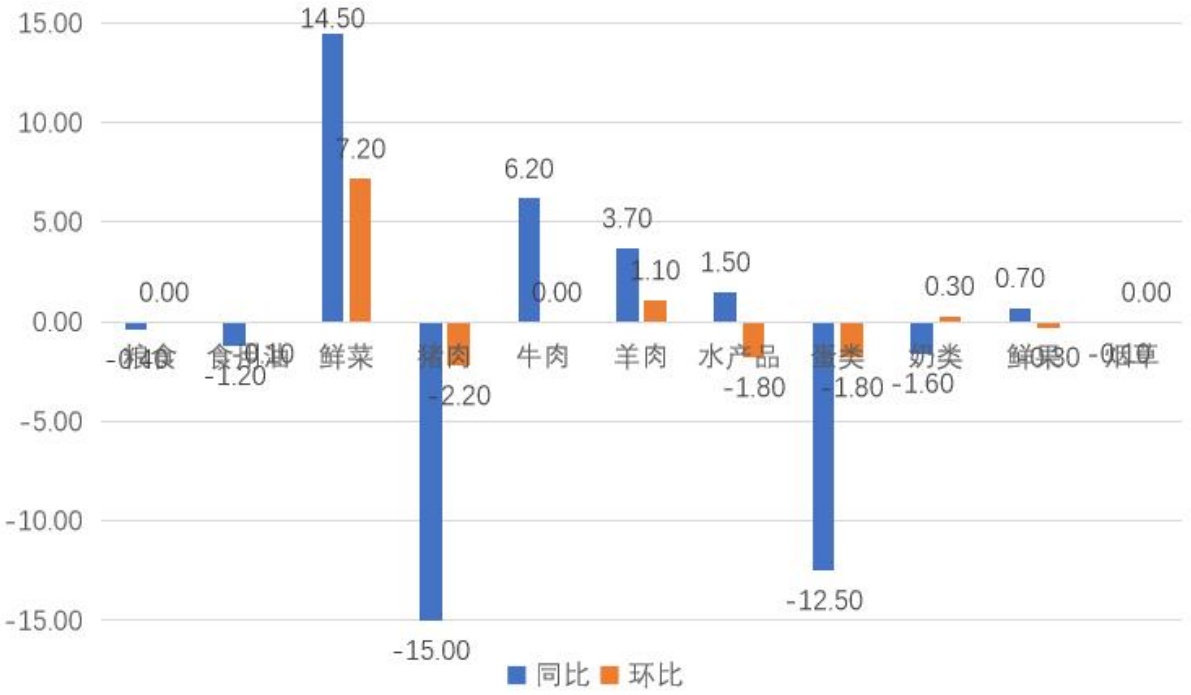
➢ CPI特征1：物价持续改善——CPI及核心CPI环比微降，但仍处在季节性高位。





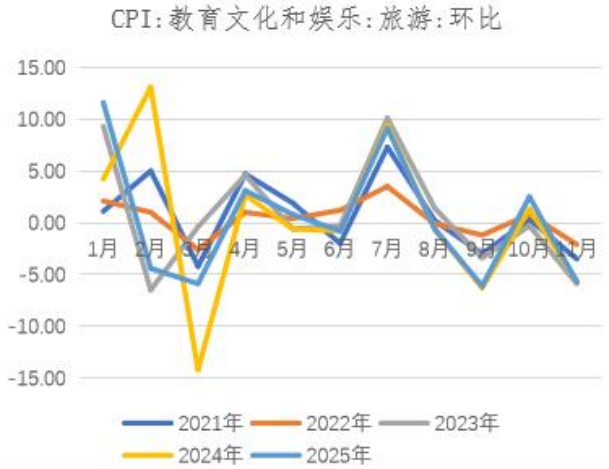
1.5. 市场物价持续改善

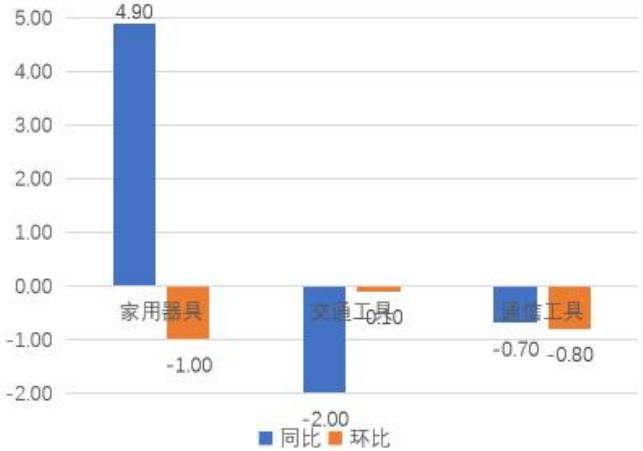
- CPI特征2：食品价格上涨是拉动CPI上涨的主要力量。
- 11月份，食品价格环比上涨0.5%（前值为0.3%），好于季节性，主要受鲜菜价格上涨影响。



1.5. 市场物价持续改善

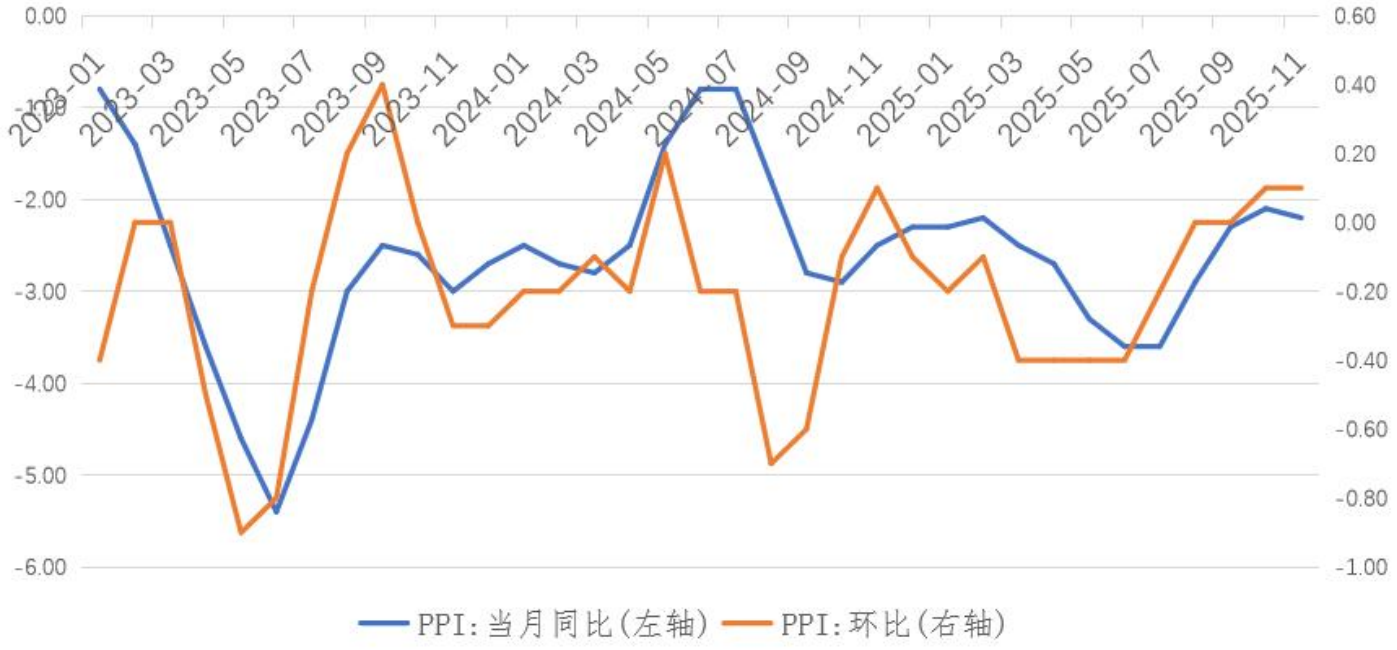
- CPI特征3：非食品方面，金价为主要拉动项；能源价格、旅游出行、部分耐用品为主要拖累项。
- 11月份，非食品价格环比增速-0.2%（前值为0.2%）。
- 拉动因素：金价维持高位。
- 拖累因素：一是受国际油价下行影响，二是由于旅游出行进入淡季，三是受国补边际效应递减影响，相关耐用品价格下跌。





1.5. 市场物价持续改善

➢ PPI特征：煤炭、燃气行业价格上行拉动PPI环比增速上涨，去年同期高基数影响PPI同比增速降幅扩大。



1.6. 社融增速平稳，信贷增速下行。

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
2024-11	23,288.00	5,216.00	-468.00	-183.00	91.00	910.00	2,381.00	428.00	13,089.00
2024-12	28,537.00	8,402.00	-675.00	-20.00	151.00	-1,330.00	-159.00	484.00	17,566.00
2025-01	70,546.00	52,194.00	-392.00	449.00	623.00	4,654.00	4,454.00	473.00	6,933.00
2025-02	22,331.00	6,528.00	-281.00	-228.00	-330.00	-2,987.00	1,702.00	76.00	16,939.00
2025-03	58,961.00	38,234.00	-295.00	-165.00	238.00	3,632.00	-905.00	412.00	14,866.00
2025-04	11,599.00	884.00	-130.00	-2.00	-77.00	-2,794.00	2,340.00	391.00	9,729.00
2025-05	22,900.00	5,923.00	134.00	-166.00	173.00	-1,164.00	1,496.00	152.00	14,585.00
2025-06	42,251.00	23,600.00	325.00	-400.00	816.00	-1,900.00	2,422.00	203.00	13,508.00
2025-07	11,307.00	-4,296.00	-87.00	-177.00	149.00	-1,638.00	2,748.00	505.00	12,482.00
2025-08	25,660.00	6,253.00	-91.00	-165.00	350.00	1,973.00	1,338.00	456.00	13,672.00
2025-09	35,299.00	16,081.00	-129.00	283.00	62.00	3,234.00	136.00	499.00	11,893.00
2025-10	8,161.00	-154.00	-200.00	1,654.00	155.00	-2,895.00	2,500.00	695.00	4,852.00
2025-11	24,885.00	4,053.00	-222.00	-188.00	844.00	1,490.00	4,169.00	342.00	12,041.00

1.6. 社融增速平稳，信贷增速下行。

- **社融增速平稳，企业债券为主要拉动项，政府债券和新增人民币贷款为主要拖累项。**11月新增社融24885亿元，较去年同期多增1597亿元；存量规模440.07万亿，同比增长8.5%，与上月持平。从分项数据来看：（1）新增企业债券4169亿元，较去年同期多增1788亿，是11月社融的主要拉动项。（2）新增政府债券12041亿元，同比少增1048亿元，是本月社融主要拖累项之一，这主要是因为今年和去年政府债券发行节奏存在错位。（3）在社融口径下，新增人民币贷款4053亿元，同比少增1163亿元，指向当前实体经济融资需求仍较弱。

1.6. 社融增速平稳，信贷增速下行。

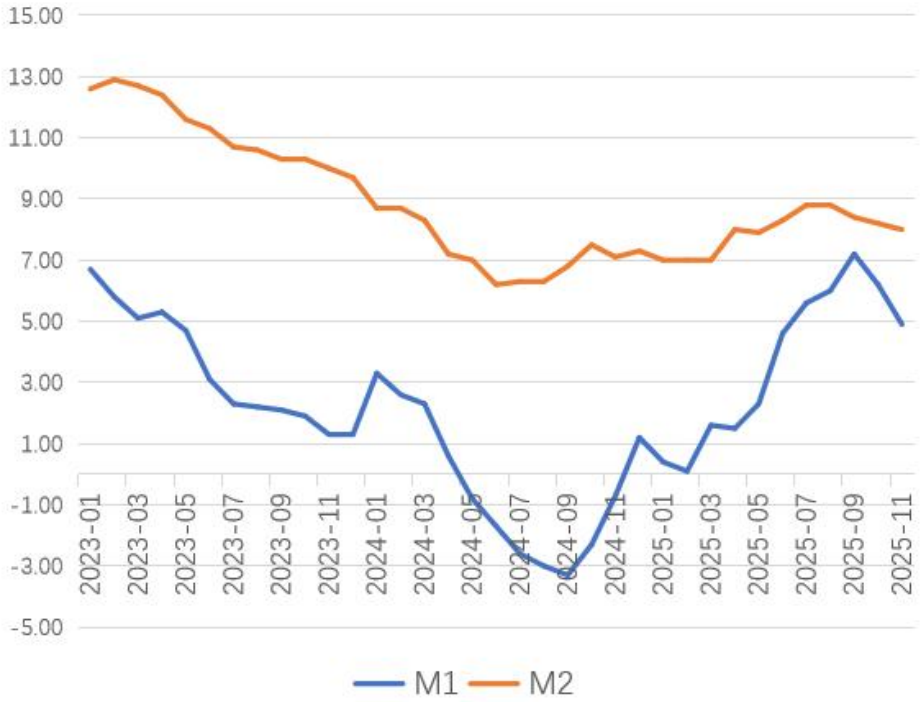
	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	企(事)业单位:短期	企(事)业单位:中长期	居民户:短期	居民户:中长期	非银行业金融机构
2024-11	5,800.00	753.00	-100.00	2,100.00	-370.00	3,000.00	-701.00
2024-12	9,900.00	4,888.00	-200.00	400.00	588.00	3,000.00	569.00
2025-01	51,300.00	11,754.00	17,400.00	34,600.00	-497.00	4,935.00	-2,008.00
2025-02	10,100.00	2,252.00	3,300.00	5,400.00	-2,741.00	-1,150.00	2,844.00
2025-03	36,400.00	17,255.00	14,400.00	15,800.00	4,841.00	5,047.00	-1,702.00
2025-04	2,800.00	-478.00	-4,800.00	2,500.00	-4,019.00	-1,231.00	1,634.00
2025-05	6,200.00	1,638.00	1,100.00	3,300.00	-208.00	746.00	589.00
2025-06	22,400.00	10,112.00	11,600.00	10,100.00	2,621.00	3,353.00	-1,026.00
2025-07	-500.00	-616.00	-5,500.00	-2,600.00	-3,827.00	-1,100.00	2,026.00
2025-08	5,900.00	1,336.00	700.00	4,700.00	105.00	200.00	-1,130.00
2025-09	12,900.00	4,495.00	7,100.00	9,100.00	1,421.00	2,500.00	-2,348.00
2025-10	2,200.00	240.00	-1,900.00	300.00	-2,866.00	-700.00	936.00
2025-11	3,900.00	2,184.00	1,000.00	1,700.00	-2,158.00	100.00	-147.00

1.6. 社融增速平稳，信贷增速下行。

- **信贷增速下行，企业端与居民端分化。**11月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷3900亿元，同比少增1900亿元。分企业端和居民端来看：（1）企业端总体来看：企业贷款增加6100亿元，同比多增3600亿元。其中，短期贷款增长1000亿元，同比多增1100亿元；中长期贷款增加1700亿元，同比少增400亿元；票据融资增长3342亿元，同比多增2119亿元。（2）居民端总体来看：居民贷款减少2063亿元，同比多减4763亿元。其中，短期贷款减少2158亿元，同比多减1788亿元；中长期贷款增涨100亿元，同比少增2900亿元。

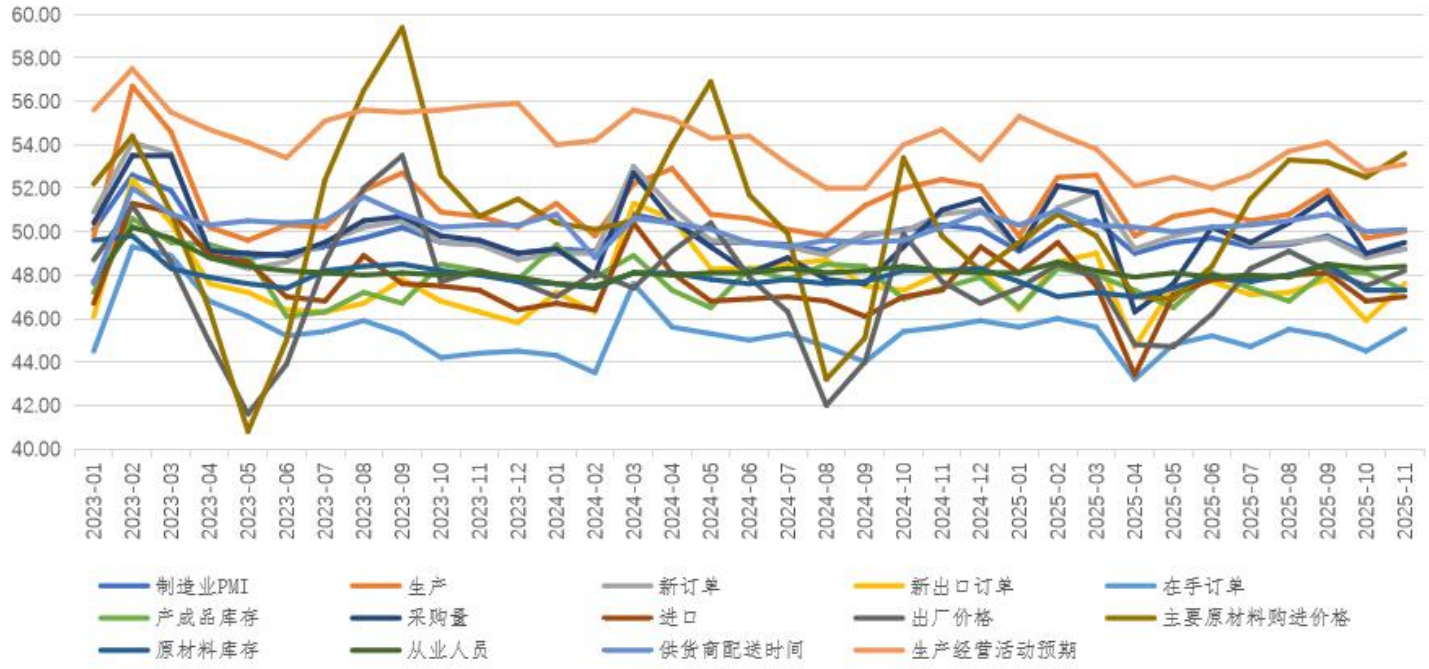
货币供给：M1、M2增速同步回落。

- 11月，新口径M1同比增速为4.9%，较上月回落1.3个百分点；M2同比增速为8.0%，较上月回落0.2个百分点。
- 从存款分项来看：（1）11月居民存款新增6700亿元，同比少增1200亿元。非金融性企业存款新增6453亿元，同比少增947亿元。（2）财政存款减少500亿元，同比少增1900亿元。（3）非银金融机构存款新增800亿元，同比少增1000亿元。



1.7. 制造业PMI小幅回升

➢ 特征1：制造业PMI为49.2%，高于上月0.2个百分点，景气水平有所改善。从先行指标看，宏观经济回升向好势头良好。



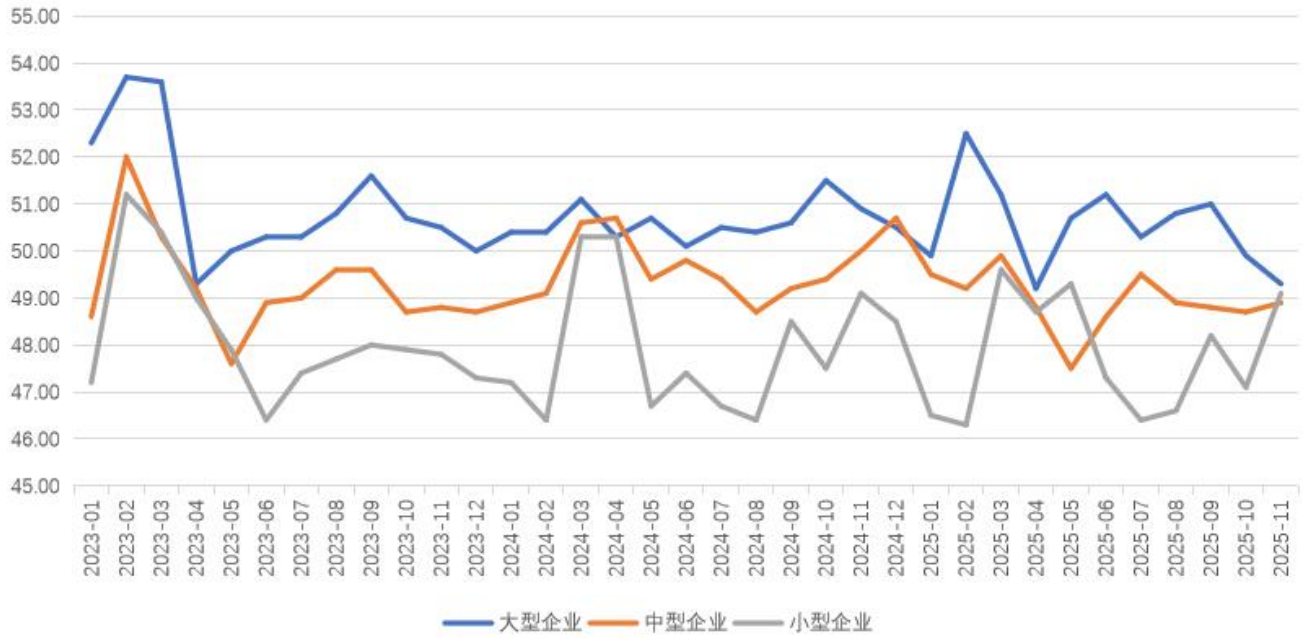
1.7. 制造业PMI小幅回升

➢ 特征2：需求端回暖带动供给端恢复

	新订单	新出口订单	生产	采购量	原材料库存	生产经营活动预期
2025-01	49.2	46.4	49.8	49.2	47.7	55.3
2025-02	51.1	48.6	52.5	52.1	47.0	54.5
2025-03	51.8	49.0	52.6	51.8	47.2	53.8
2025-04	49.2	44.7	49.8	46.3	47.0	52.1
2025-05	49.8	47.5	50.7	47.6	47.4	52.5
2025-06	50.2	47.7	51.0	50.2	48.0	52.0
2025-07	49.4	47.1	50.5	49.5	47.7	52.6
2025-08	49.5	47.2	50.8	50.4	48.0	53.7
2025-09	49.7	47.8	51.9	51.6	48.5	54.1
2025-10	48.8	45.9	49.7	49.0	47.3	52.8
2025-11	49.2	47.6	50.0	49.5	47.3	53.1

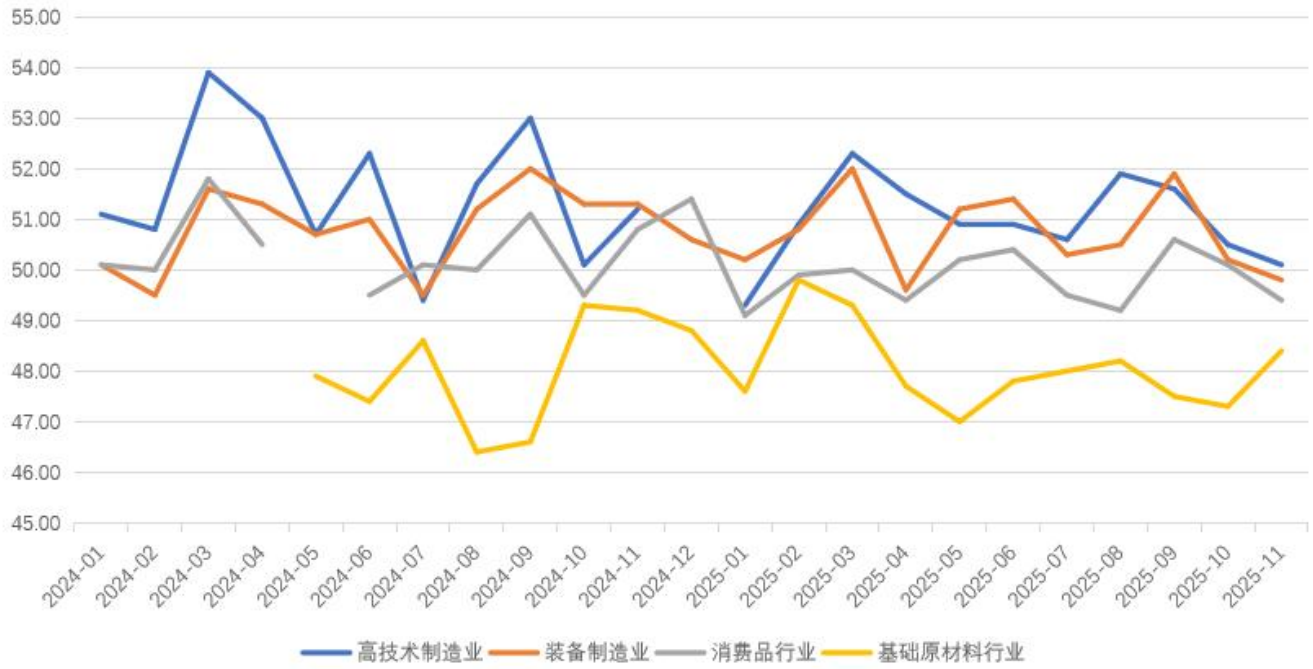
1.7. 制造业PMI小幅回升

➢ 特征3：小型制造业企业信心回升，大型制造业企业延续下行。



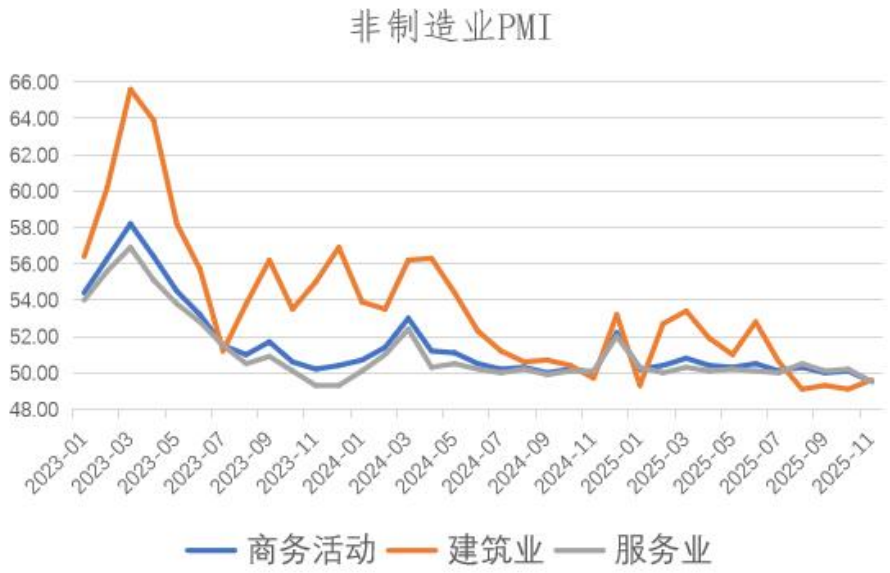
1.7. 制造业PMI小幅回升

➢ 特征4：中下游行业表现趋弱，上游行业有所恢复。



1.8. 非制造业商务活动指数回落

➢ 非制造业商务活动指数回落：11月，非制造业商务活动PMI指数为49.5%，较前值回落0.6个百分点。服务业指数落入收缩区间、建筑业指数在收缩区间有所回升。



1.8. 非制造业商务活动指数回落

目 录

一、稳中有进的宏观经济

二、行稳致远的支持因素

三、政策建议

1：经济增速预期提升成为共识

近期，多家国际机构上调2025年、2026年中国经济增速预期。

	2025年中国经济增速	2026年中国经济增速
世界银行（12月11日）	4.9%（+0.4个百分点）	4.4%（+0.4个百分点）
国际货币基金组织（12月10日）	5.0%（+0.2个百分点）	4.5%（+0.3个百分点）

2：工业生产

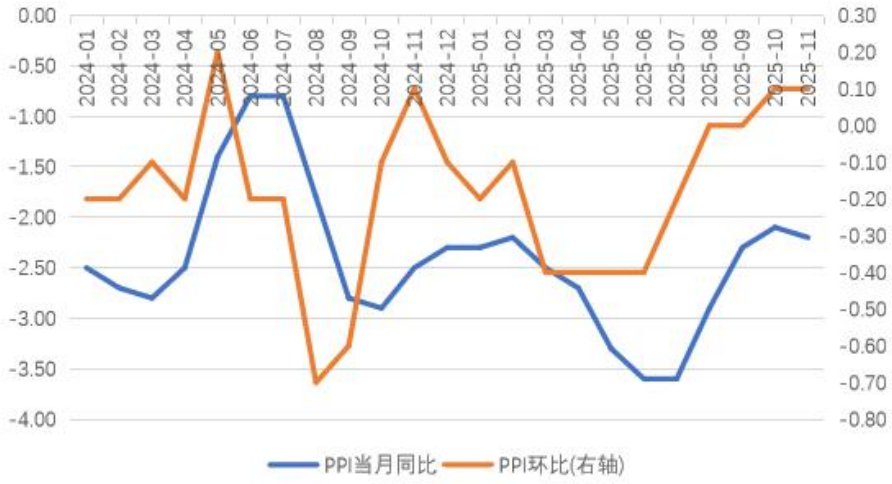
- 转型升级取得一定进展。
  - 数字产品制造业较快增长，赋能工业转型升级。
  - 传统产业优化提升，绿色转型加快推进。
- 后续政策将推动内需继续修复。

3：固定资产投资

制造业：

（1）工业产能利用率止跌回升

（2）PPI 降幅收窄



（3）设备更新和产业升级有望进一步拉动制造业投资

（4）规上工业企业利润下降、高技术产业景气度下滑是当前的不利因素

4：消费

（1）影响消费能力的收入和就业：对于就业的态度较为乐观，但对于收入的乐观程度有所下降。

（2）商务部、中国人民银行、金融监管总局近日联合印发《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》，围绕商品消费、服务消费、新型消费、消费场景、消费帮扶等重点领域和强机制、抓落实、促合力等关键环节，提出11条政策措施，加大金融对提振消费的支持力度。

消费者信心指数：就业

消费者信心指数：收入

5：进出口

出口端：

（1）短期受高基数影响，出口增速承压。

（2）一些领先指标显示我国外需环境没有明显波动压力。

进口端：

（1）扩内需政策有望拉动进口。

6：物价水平

物价短期内将延续平稳修复趋势

➢ **支撑力量：**

（1）前一年基数较低

（2）黄金价格持续处在高位

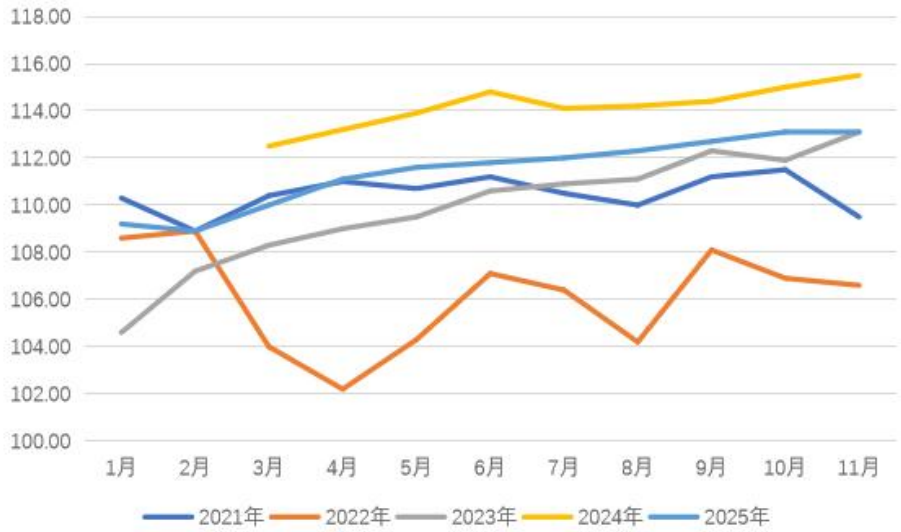
（3）年内电商物流指数持续回升，11月数值处在季节性较高水平

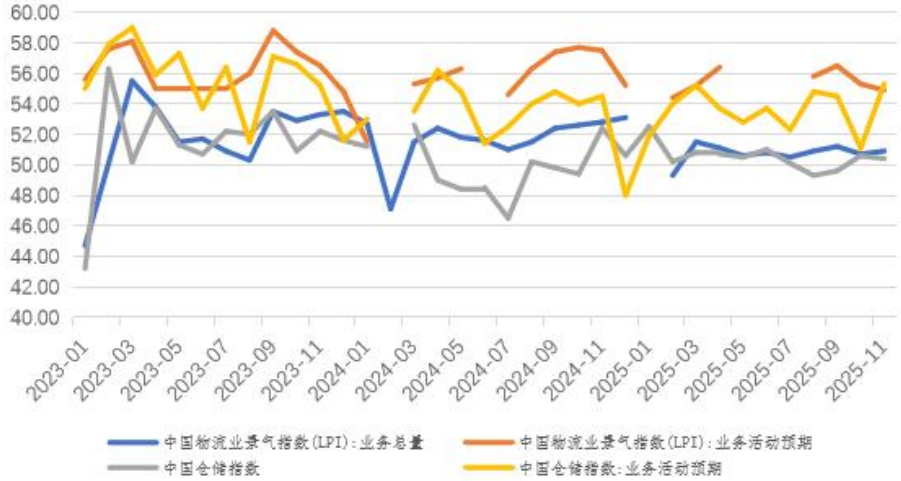
（4）物流业景气指数、中国仓储指数、业务活动预期指数位于较高景气区间

➢ **拖累因素：**

（1）短期内猪价将延续对CPI的拖累

（2）新老“促消费”政策存在衔续期





目 录

一、稳中有进的宏观经济

二、行稳致远的支持因素

三、政策建议

3.1.下阶段重点领域的政策要点

- ✓ **生产端：**全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，进一步优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，为工业经济质效提升筑牢根基。
- ✓ **投资端：**统筹用好中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等政策工具，聚焦关键领域和薄弱环节扩大有效投资，稳步推进重点产业链高质量发展，加快培育壮大新兴产业和未来产业，加强民间投资项目资金等各类要素协同保障，进一步激发民间投资活力。
- ✓ **消费端：**深入实施提振消费专项行动，进一步增强居民消费能力，持续推进消费新业态新场景的培育，优化完善消费环境。

3.2. 财政政策

- 短期的抓手有四个方面：
  - ✓ 兜牢基层“三保”底线
  - ✓ 规范税收优惠、财政补贴政策
  - ✓ 实施更加积极的财政政策
  - ✓ 优化财政支出结构、严控一般性支出

谢 谢！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

稳中求进、行稳致远的中国宏观经济，

CMF月度报告发布

12月17日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）于线上举行。

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

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**秦聪**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、稳中有进的宏观经济

二、行稳致远的支持因素

三、政策建议

一、稳中有进的宏观经济

（一）工业生产总体平稳，转型升级持续推进

11月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.8%，虽低于上月及上年同期水平，但高于近5年同期均值；剔除季节因素后，环比增长0.44%，1-11月份，累计同比增长6.0%，较上年同期提高0.2个百分点，总体保持良好增长态势。

按门类划分，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值同比分别增长6.3%、4.6%、4.3%。从行业维度来看，11月份，在41个工业大类行业中，30个行业增加值实现同比增长，增长面达73.2%。按经济类型划分，除私营企业外，其他各类企业当月增速均低于上月，累计增速均呈小幅下降态势。

特征1：内外因素作用分化。11月份相关数据表现主要受内外因素综合影响，且内外因素作用方向存在分化。国内层面，内需动能仍然不足形成拖累，随着促消费补贴力度下降及政策效应递减，其对生产的拉动作用逐步趋弱。外需扩张成为11月生产端的主要拉动力量，全球制造业处于扩张区间，我国对外出口实现正增长，表明外需具备较强韧性。

特征2：冬季供暖需求推动采矿业增速提升。受冬季供暖需求影响，叠加部分地区提前供暖，煤炭开采和洗选业当月同比增速达7.5%，较上月提高1个百分点。

特征3：装备制造业占比持续提升，工业结构不断优化。11月规模以上装备制造业增加值同比增长7.7%，累计增加值占全部规模以上工业比重达36.4%；该领域内8个行业增加值均实现同比增长，其中电子、汽车行业增速分别为9.2%、11.9%，对全部规模以上工业增长的贡献率达20.2%和17.9%，位列工业各大类行业前两位。需注意的是，汽车行业增速较上月出现较大幅度下滑，这一现象或表明税收政策效果集中释放带来的拉动效应已逐步趋弱。

特征4：高技术制造业增长加快，引领工业高质量发展。11月规模以上高技术制造业增加值同比增长8.4%，较上月加快1.2个百分点，对全部规模以上工业增速的贡献率达29.8%。

（二）固定资产投资平稳增长，结构有所改善

特征1：固定资产投资累计增速延续下行趋势。1-11月份固定资产投资同比下降2.6%，延续了3月份以来的下降趋势；扣除房地产开发投资，项目投资同比增长0.8%；工业投资增长4.0%。

特征2：民间投资动力不足。分投资主体看，1-11月民间固定资产投资累计同比增速为-5.3%，扣除房地产开发投资同比增长-0.7%，均低于前值。国有控股企业固定资产投资同比增长-1.1%，较前值下滑1.2个百分点。分产业来看，第一产业较前值小幅下滑0.2个百分点，第二、三产业分别下滑约1个百分点。

特征3：制造业投资回升、基础设施投资加快、房地产投资不振。1-11月制造业投资累计同比增长1.9%，较前值下滑0.8个百分点，延续了3月以来连续8个月的下滑趋势。基础设施投资同比增长0.13%，低于前值1.38个百分点，但降幅有所收窄。房地产投资同比增长-15.9%，较前值下降1.2个百分点，降幅进一步扩大。

特征4：设备购置投资在制造业中持续发挥拉动作用；重点领域基础设施投资较快增长；高技术服务业投资占比提高。今年以来，大规模设备更新政策效应持续显现，设备工器具购

置投资增长较快。科技创新与产业创新融合发展提速，高技术服务业投资力度加大，1-11月份高技术服务业投资同比增长4.1%，占全部服务业投资比重为5.4%，较上年同期提高0.6个百分点。重点领域基础设施投资增长态势良好：1-11月份，基础设施投资中互联网和相关服务业投资同比增长20.7%，增速较前值加快0.7个百分点；管道运输业投资增长16.8%，增速加快3个百分点。

（三）消费市场平稳增长，服务零售增长加快

特征1：消费正增长，但增速有所回落。11月社会消费品零售总额同比增长1.3%，增速较上月回落1.6个百分点；扣除汽车类商品后增长2.5%，前值为4%。这主要受到“双十一”促销活动提前等因素影响。

特征2：服务消费潜力加快释放。当月商品零售与餐饮收入同比增速均低于前值，而服务类消费呈现改善态势，对社会消费品零售总额形成支撑。

特征3：线上消费带动作用明显。1-11月份，网上零售额同比增长9.1%；其中，实物商品网上零售额增长5.7%，占社会消费品零售总额的比重为25.9%，占比较1-10月份提升0.7个百分点，网络零售拉动同期社会消费品零售总额增长1.5个百分点。

特征4：各行业商品零售普遍承压。11月，受近期流感高发影响，中西药品增速高于前值；通讯器材类、文化办公用品类因去年同期基数较低，增速相对较高；金银珠宝类、体育娱乐用品类下滑幅度较大；家具和汽车类受去年同期以旧换新政策形成的高基数叠加补贴退坡影响，增速呈负值。

特征5：消费信心修复出现放缓趋势。10月份消费者信心指数下半年以来的回升态势有所放缓，较前值小幅回落0.2个百分点。

11月份，就业形势总体稳定。11月份，全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率均为5.1%，与前值持平。本地户籍劳动力调查失业率为5.3%，外来户籍劳动力调查失业率为4.7%，均与前值持平；外来农业户籍劳动力调查失业率为4.4%，较前值下降0.1个百分点。

（四）出口如期反弹，进口温和增长

11月，进出口总额5490.3亿美元，同比增长4.3%；其中出口3303.5亿美元，同比增长5.9%，

进口2186.7亿美元，同比增长1.9%。

特征1：出口韧性较强。11月出口同比增速5.9%，在经历10月负增长后迅速反弹。

特征2：支撑出口的因素包括去年同期基数较低和全球制造业PMI维持在荣枯线以上。出口增长主要得益于去年同期基数较低与全球制造业繁荣的双重作用。从基数效应看，去年同期出口环比增速1%，低于近5年5.6%的均值；从外需端看，全球制造业PMI维持在荣枯线以上，外需整体修复对出口形成支撑。

分区域看，发达经济体中，美国制造业PMI处于扩张区间，欧盟、日韩则处于收缩区间，但我国对美出口表现最弱，1-11月累计同比增速为-18.9%（去年同期为4.9%），韩日对出口增速形成拖累，欧盟则发挥拉动作用。新兴市场国家制造业PMI虽有所下降，但仍处于扩张区间，对我国出口增速形成拉动，其中对东盟出口增速达8.2%，对拉丁美洲出口增速达14.9%。

特征3：产品间出口增速存在明显差异。11月高新技术和机电产品同比增速分别为7.7%、9.7%，均高于前值1.8%、1.3%。劳动密集型产品同比增速为-8.3%，高于前值-14.8%。机电产品中，汽车53%（前值34%）、集成电路34.2%（前值26.9%）、通用机械设备4.5%（前值-9.1%）、汽车零配件1.6%（前值-11.6%）增速较快。多数劳动密集型产品出口增速降幅收窄，但仍然偏弱。

特征4：进口增速回升，产品间存在分化。11月进口同比1.9%，前值为1%；环比1.6%，前值为-9.5%。机电产品进口同比5.5%，前值为2.5%。其中，自动数据处理设备及其零部件同比6.8%，前值为-27.2%，回升幅度最大；集成电路同比13.9%，前值为10.2%，拉动最强。

（五）市场物价持续改善

特征1：物价持续改善。11月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.7%，较前值提高0.5个百分点，创年内新高，同时也是2023年3月以来的最高值。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.2%，与前值持平，维持在2022年以来的最高水平，反映居民消费内生动力正逐步修复。虽然CPI与核心CPI环比均为-0.1%，较前值低0.3个百分点，但仍处于季节性高位。

特征2：食品价格上涨是拉动CPI上涨的主要力量。11月食品价格环比上涨0.5%，表现好于季节性，主要受鲜菜价格上涨驱动，南方降雨与北方降温导致鲜菜储运成本上升，推动鲜菜价格上涨7.2%。

特征3：非食品方面，金价为主要拉动项；能源价格、旅游出行、部分耐用品为主要拖累项。11月非食品价格环比-0.2%，低于前值。金价同比增长52.2%，拉动金饰品价格同比增长58.4%、环比增长7.3%。拖累因素主要包括：一是国际油价下行导致国内汽油价格下降2.2%；二是旅游出行进入淡季，出行服务类价格下跌；三是国补边际效应递减造成相关耐用品价格下降。

特征4：煤炭、燃气行业价格上涨拉动工业生产者出厂价格（PPI）环比增长0.1%。受去年同期高基数影响，PPI同比下降2.2%，较前值降幅扩大0.1个百分点。

（六）社融增速平稳，信贷增速下行

特征1：社融增速平稳，企业债券为主要拉动项，政府债券和新增人民币贷款为主要拖累项。11月新增社融24885亿元，较去年同期多增1597亿元；存量规模440.07万亿，同比增长8.5%，与上月持平。从分项数据来看：新增企业债券4169亿元，较去年同期多增1788亿，是11月社融的主要拉动项；新增政府债券12041亿元，同比少增1048亿元，是本月社融主要拖累项之一，这主要是因为今年和去年政府债券发行节奏存在错位；在社融口径下，新增人民币贷款4053亿元，同比少增1163亿元，指向当前实体经济融资需求仍较弱。

特征2：信贷增速下行，企业端与居民端分化。11月，在金融机构口径下，新增人民币贷款信贷3900亿元，同比少增1900亿元。从企业端总体来看：企业贷款增加6100亿元，同比多增3600亿元，其中，短期贷款增长1000亿元，同比多增1100亿元；中长期贷款增加1700亿元，同比少增400亿元；票据融资增长3342亿元，同比多增2119亿元。从居民端总体来看：居民贷款减少2063亿元，同比多减4763亿元，其中，短期贷款减少2158亿元，同比多减1788亿元；中长期贷款增涨100亿元，同比少增2900亿元，说明目前居民的融资意愿仍然不强。

特征3：在货币供给方面，M1、M2增速同步回落。11月，新口径M1同比增速为4.9%，较上月回落1.3个百分点；M2同比增速为8.0%，较上月回落0.2个百分点。从存款分项来看：11月居民存款新增6700亿元，同比少增1200亿元，非金融性企业存款新增6453亿元，同比少增947亿元；财政存款减少500亿元，同比少增1900亿元；非银金融机构存款新增800亿元，同比少增1000亿元。

（七）制造业PMI小幅回升

特征1：11月制造业PMI为49.2%，高于上月0.2个百分点，景气水平有所改善。从先行指标看，宏观经济回升向好势头良好。

特征2：需求端回暖带动供给端恢复。从分项数据看，需求端11月新订单指数为49.2%，较上月回升0.4个百分点；新出口订单指数为47.6%，较上月回升1.7个百分点，回升幅度显著，既反映中美经贸磋商达成主要共识对于外贸预期的提振作用，也与海外节日购物季临近带动出口趋稳密切相关，共同推动市场需求整体性回暖。

供给端在需求恢复的拉动下同步改善。11月生产指数为50.0%，在上月短暂降至收缩区间后，再次回到荣枯线水平。11月生产经营活动预期指数为53.1%，较10月回升0.3个百分点，表明制造业企业对近期市场发展信心增强。先行指标持续改善指向未来供需将继续得到修复。

特征3：小型制造业企业信心回升，大型制造业企业延续下行。11月，大型、中型、小型企业PMI分别为49.3%、48.9%、49.1%。其中，大型企业未回升至扩张区间，延续下行趋势；小型企业则延续下半年以来的回升向好态势，较上月回升2个百分点。

特征4：中下游行业表现趋弱，上游行业有所恢复。高技术制造业、装备制造业、消费品行业PMI延续上月的下行趋势，其中装备制造业和消费品行业已落入到收缩区间；基础原材料行业PMI在收缩区间内回升至48.4%。

（八）非制造业商务活动指数回落

11月，非制造业商务活动PMI指数为49.5%，较前值回落0.6个百分点。服务业指数落入收缩区间，但行业间呈现冷热分化：铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融等行业处于55%以上的较高景气区间，而房地产、居民服务等行业位于收缩区间，市场活跃度偏弱。

11月建筑业PMI为49.6%，较10月回升0.5个百分点，在收缩区间内实现有所上升。新订单指数为46.1%，从业人员指数为41.8%，业务活动预期指数为57.9%，均高于去年同期，表明生产与需求均呈现弱修复态势。

尽管11月部分指标表现不及预期，暴露出我国经济发展中存在的老问题与新挑战，但正如习近平总书记在中央经济工作会议中所指出的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。基于本次短期月度数据分析，后续进一步探讨支撑我国宏观经济行稳致远的有利因素。

二、行稳致远的支持因素

（一）经济增速预期提升成为共识

近期，多家国际机构上调2025年、2026年中国经济增速预期。世界银行12月11日发布最新一期中国经济简报，相较上期简报，对2025年中国经济增速预期上调0.4个百分点。12月10日，国际货币基金组织表示，预计2025年中国经济增速将达5%，较今年10月发布的《世界经济展望报告》上调0.2个百分点。世界银行、国际货币基金组织还上调了对明年中国经济增速预期，分别上调0.4、0.3个百分点。

（二）工业生产

工业生产面临的主要压力源于内需不足与转型升级。当前，转型升级已取得一定进展：数字产品制造业较快增长，赋能工业转型升级；传统产业优化提升，绿色转型加快推进。后续相关政策的出台实施，将推动内需进一步修复。

（三）固定资产投资

投资领域重点关注制造业板块。制造业投资的有利因素主要包括三方面：一是工业产能利用率呈止跌回升趋势；二是PPI降幅有所收窄；三是设备更新与产业升级政策有望进一步拉动制造业投资。分行业来看，新质生产力仍是当前拉动制造业投资的核心动力。同时，制造业投资增长也面临不利因素：规模以上工业企业利润下滑，高技术产业景气度有所下降。

（四）消费

首先，从影响消费能力的收入和就业来看，对于就业的态度较为乐观，但对于收入的乐观程度有所下降。其次，从政策端支撑作用来看，政策发力将为消费市场提供有力支撑。商务部、中国人民银行、金融监管总局近日联合印发《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》，围绕商品消费、服务消费、新型消费、消费场景、消费帮扶等重点领域和强机制、抓落实、促合力等关键环节，提出11条政策措施，加大金融对提振消费的支持力度。后续相关配套政策将持续落地，进一步强化对消费的支撑效应。

（五）进出口

在出口端方面，短期受高基数效应影响，出口增速面临承压，12月份表现尤为突出。但

部分领先指标显示，我国外需环境未出现明显波动，整体呈趋稳态势，构成出口端有利支撑。

在进口端方面，随着我国扩大内需相关政策的出台实施，有望对进口形成拉动作用。

（六）物价水平

物价短期内将延续平稳修复趋势，主要有利因素包括：上年同期基数较低；黄金价格持续处于高位；年内电商物流指数持续回升，11月数值处在季节性较高水平；物流业景气指数、中国仓储指数、业务活动预期指数位于较高景气区间。

同时，物价短期仍面临部分拖累因素：一是猪价将延续对CPI的拖累，尽管能繁母猪去化自去年10月已启动，但受母猪生长繁育周期影响，猪价对CPI的拉动效应或于明年下半年显现，上半年大概率仍将形成拖累；二是促消费政策存在衔续期，前期政策边际效应逐步减弱，而新政策尚未完全落地实施，政策衔接过程中可能对物价产生一定不利影响。

三、政策建议

基于上述数据分析及中央经济工作会议精神，提出以下政策建议。

（一）下阶段重点领域的政策要点

一是生产端全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，进一步优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，为工业经济质效提升筑牢根基。

二是投资端统筹用好中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等政策工具，聚焦关键领域和薄弱环节扩大有效投资，稳步推进重点产业链高质量发展，加快培育壮大新兴产业和未来产业，加强民间投资项目资金等各类要素协同保障，进一步激发民间投资活力。

三是消费端深入实施提振消费专项行动，进一步增强居民消费能力，持续推进消费新业态新场景的培育，优化完善消费环境。

（二）财政政策的着力点

一是兜牢基层“三保”底线，将“三保”支出作为财政支出的优先事项，切实保障基本民生需求、工资发放及机构正常运转。

二是规范税收优惠、财政补贴政策，在地方保障“三保”支出存在财力缺口的情况下，保障必要税收收入。值得关注的是，在需求不足、信心偏弱的背景下，减税政策难以实现预期的经济增长效应；反之，税收收入下滑将削弱中央宏观调控能力，限制后续政策选择空间，同时对地方财政收入造成不利影响。

三是实施更加积极的财政政策，合理进行债务融资，当前中央政府承债能力高于地方，可考虑由中央作为主要承债主体。

四是优化财政支出结构，严格控制一般性支出，2017年和2019年中央经济工作会议已对此作出相关表述，这并非后疫情时期应对财政压力的临时举措，而是财政管理常态化回归的必然要求。

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

渣打银行大中华及北亚首席经济学家**丁爽**提出，**11月份经济数据印证了中央经济工作会议对国内经济“供强需弱”的判断。**从供给端来看，11月工业增加值同比增长4.8%，月度环比增长0.44%，年化增长率超5%，整体呈现较强增长态势。这一表现主要受益于出口反弹的拉动，11月出口同比增长5.9%，贸易顺差达1120亿美元，外需对供给端形成有力支撑。而需求端相对偏弱：投资领域，11月投资同比收缩11%，收缩幅度与10月持平，环比收缩1.03%，已连续10个月呈现收缩态势。其中房地产、基建、制造业投资均为同比负增长，成为拖累经济增长的主要因素。

随着政策应对模式转变，当前经济形势并不像去年同期那样具有紧迫性，应继续实行更加积极有为的宏观政策，更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策。因此，预计宏观政策不会进一步扩张，但需维持支持态势，防范经济增速快速下滑。**在财政政策方面**，一是建议赤字率不超过2025年4%的水平。二是更加侧重于从投资端来提振内需。三是提高财政资金使用效率。四是建立中期财政政策框架，从跨周期视角统筹财政赤字与政府债务管理。**在货币政策方面**，应将促进经济稳定增长与物价合理回升作为核心考量，灵活高效运用降准、降息等政策工具，保持流动性合理充裕。

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，对经济形势的研判延续长期共识，整体呈现“供

强需弱”特征，供给端的高科技产业及出口展现较强韧性，但需求疲弱问题持续存在，其中投资下滑尤其是民营投资低迷较为突出，需求不足引发的经济负向循环已形成。同时，宏观经济表现与民众“体感”存在落差，中小企业面临困难，房地产价格下行影响居民资产负债表。出口虽有韧性但受国际环境影响存在不确定性，新增长点集中在安全相关领域、科技创新与产业创新融合。

政策建议如下。**一是通过三个“10万亿”破解困局**，包括补贴居民消费以提振短期消费能力、中央政府置换地方政府债务、采取控供给等措施稳定房地产价格与预期。**二是重视海外投资**，依托中国资本盈余优势，支持企业规范出海，通过有效管控实现投资收益回流。**三是以强有力的标志性政策动作，扭转价格和投资低迷局面，促进经济发展。**

浙商证券首席经济学家**李超**认为，**从经济基本面来看，扩大内需是第一重要的任务，消费正逐步替代房地产成为逆周期核心变量。**投资方面，四季度政策性金融工具发力可能将带动明年一季度制造业与基建投资“开门红”，全年投资依赖新质生产力支撑制造业增速，广义基建聚焦安全领域为实现止跌回稳打好基础。出口因产业链特性呈现乐观态势，三者共同构成经济增长“三驾马车”。

政策方面，强调逆周期调节与跨周期政策衔接。货币政策以促进经济增长和物价合理回升为目标，整体偏宽松但降准降息频度、幅度有限，未来将逐步完成利率市场化改革。财政政策适度加力，赤字率大概率在4%-4.2%区间，专项债大概率保持平稳，超常规、超长期特别国债体量或小幅回落，受罚没收入变化等影响，广义财政政策呈略收缩的态势。综合来看，物价水平不宜过度乐观，2026年 GDP 预测为4.8%，政策或将预留余地，以应对外部不确定性。

申万宏源证券首席经济学家**赵伟**认为，**2025年经济出现四大转折性变化。**一是疫后疤痕效应弱化，出行人流向好、核心商品 CPI 修复，部分企业经营筑底。二是中美关系进入战略相持期，出口对美依赖下降、非美市场占比提升，高附加值商品出口增长，关税影响弱化。三是地产对宏观经济显性指标的拖累减弱，销售端呈现“好房子”导向与二手房刚需化特征，房价调整对现金流量表冲击弱化。四是政策更成体系，生产端注重高附加值、需求端注重以人为本，调节灵活度提升，2026年有望进入“非典型复苏”。部分指标下滑的主要原因可能是化债提速对投资资金形成短期挤出效应，且对宏观指标影响更直接，同时还与企业欠款清理、部分地区项目储备问题相关。

宏微观温差的核心是经济循环阻滞，根源可追溯至2018年外部环境变化后，企业为保现金流出现内卷、压成本等行为，但利润率仍然呈现下滑趋势，进而影响居民收入与体感。**对此，政策建议应跳出传统宏观框架，多关注微观激励与关怀**：促消费政策可从增加居民收入、保障闲暇时间、丰富消费场景、提升产品质量四方面发力，避免单纯鼓励加杠杆消费或超前消费。通过回应微观主体诉求，打通企业利润与居民收入的良性循环，从根本上缓解宏微观温差问题。

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**指出，当前经济呈现“供强需弱”态势，投资消费需求不足、物价低位运行，下行压力兼具周期性（需求不足）与结构性（传统增长动能衰减）因素，因此要采取逆周期调节与跨周期调节相结合，进一步加大力度的宏观调节总方针。**逆周期调节方面，**财政政策需重点解决地方财政亏空问题，可探索国有资源资产化、国有资产证券化、国有资金的杠杆化“三化”思路。同时，财政支出可向消费倾斜、投资于人；货币政策需关注实际利率高企问题，推动物价合理回升，配合支持科技创新与中小微企业。

跨周期调节聚焦供给端优化，一个重要方面是构建现代化产业体系，推动传统产业转型升级、培育战略性新兴产业与未来产业，同时需完善市场导向的退出机制消解低效供给、培育创新等新增长动能。**两类政策需协同配合：**一是保证宏观政策取向一致，避免合成谬误问题；二是深化市场取向改革，激发微观主体活力，构建全国统一大市场；三是创新引领发展新质生产力，推动科技与产业深度融合；四是加强预期管理，提振市场信心，最终实现稳增长与提质增效目标。

加大逆周期调节与跨周期调节的力度

杨瑞龙　中国人民大学一级教授、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

以下观点整理自杨瑞龙在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）（总第81期）上的发言

当前宏观经济呈现出明显的“供强需弱”特征，外贸表现尚可，但投资与消费需求不足，物价水平处于低位。针对这种宏观形势,最近召开的中央经济工作会议提出加大逆周期调节和跨周期调节力度。逆周期政策主要是从需求端发力的短期总量需求管理，着眼于刺激总需求；跨周期调节显然主要针对的是供给面，通过结构性调整与挖掘新增长动能来优化供给、提质增效。这种逆周期调节和跨周期调节的相互融合，是基于稳中求进、提质增效的总方针。

这样一种供需两端同时发力、短中期政策相互配合的政策安排源于对当前经济下滑性质的判断。当前中国经济下行压力既来自于周期性因素，即由需求不足所导致的下行；同时也有一些中长期因素，主要是供给层面，传统增长动能衰减导致潜在增长率下降，引发经济下行。因此，当前中国经济下行，既有短期因素，也有中长期因素，包括中等收入陷阱中所遇到的一些问题。针对这样一种既来自于周期性、又来自于结构性下行因素的压力，我们的政策取向既要逆周期调节，同时也要跨周期调节，且都要加大力度。这是我理解为什么当前一定要采取逆周期调节与跨周期调节相结合、进一步加大力度的宏观调节总方针。

一、逆周期调节：财政与货币政策的侧重点

逆周期调节无非是总量政策，包括财政和货币政策。按照中央经济工作会议精神，其提法是“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”，主要目标是刺激需求。

关于财政政策，我想重点谈一下这次中央经济工作会议决议中提到的如何解决地方财政困难问题。目前，地方财政的困难主要表现为绝大部分地方都出现了财政亏空，有些地方亏空非常严重，甚至出现了入不敷出，严重影响了地方政府的经济功能。其实，过去几十年，地方政府在中国经济发展和市场化改革中扮演了非常重要的角色。它不仅仅是中央政府的行

政代理人，负责提供公共产品和基础设施，而且成为了经济发展的重要“发动机”，包括招商引资、为企业发展提供良好的环境等。地方政府功能的发挥和它的财政状况有很大关联。当财政处在比较大的亏空状态下，地方政府功能就很难充分发挥。这也导致很多中央刺激政策到了地方层面，由于地方财政入不敷出，无法形成乘数效应放大宏观政策的效果。

在当前情况下，当地方财政出现亏空时，我们的弥补机制是不够的：一是由于房地产价格处于下行通道，土地出让金大幅减少，土地财政很难进行弥补；二是中央转移支付杯水车薪；三是由于经济下行导致的地方税收下降。这些都造成了财政亏空难以弥补的困难，导致现在有些地方被迫通过增加非税收入来弥补亏空，包括罚没收入等，但非税收入的增加很容易抵消中央政府通过减税来刺激投资的功能。如何弥补亏空？有一个长远的办法是重新调整中央和地方之间的财政关系，改变地方政府财权事权的不匹配问题，三中全会也把此列入财政体制改革的内容。但财权事权的调整涉及利益刚性问题，且远水解不了近渴，可能需要较长时间。所以，短期内怎样解决地方政府的财政亏空，对稳定增长和财政政策发力都至关重要。

现在看来，弥补财政亏空还有一个办法是利用地方国有资产。国有资产的收益和变卖可以弥补财政亏空，这在未来有一定的操作余地。最近大家看到湖北政府提出的所谓“国有资源资产化、国有资产证券化、国有资金杠杆化”的“三化”思路，试图使国有资产“能用则用、不用则售、能融则融”，解决地方财政困难问题。这是一个可以尝试的办法。我们可以通过湖北的试验来看看，这样的办法到底可以在多大程度上解决地方财政亏空，或者与其他办法相比是否更优。2026年稳增长仍然是一个重要的目标，激发地方政府的积极性与能动性还是比较重要，其中为了更加经济的财政政策能够有效发力，解决地方财政亏空是一个比较重要的问题。

当然，讲到财政，“投资于人”也是比较重要的一个方面。过去习惯上财政支出重点都是投资项目，但是未来财政支出也可以向消费倾斜，投资于人，通过财政资金支出来完善社会保障体系，解决老百姓的后顾之忧，这对消费的刺激作用是很明显的。

关于相对宽松的货币政策，我觉得以下几个方面值得关注：一是关注实际利率水平。中央经济工作会议提出未来可以继续降息降准。但我想强调一点，现在名义利率已在低位，下降空间有限。但是由于价格长久在低位徘徊，特别是 PPI 长期为负，实际利率还是比较高的。企业投资时，不仅要看名义利率，更要看实际利率。未来怎样在降低实际利率上有一些更好

的措施，对于刺激投资需求比较重要。二是关注物价总水平。宏观态势看价格，价格低迷一定程度上反映了经济的热度。为此，这次中央经济工作会议还提到通过货币政策促使价格合理回升。价格总水平肯定是货币政策应关注的一个重要目标。在通胀期间我们要控制价格上涨，在目前的情况下，CPI 在零附近徘徊，PPI、国民收入平减指数长期为负，这是导致宏微观温差比较大的很重要原因。所以，未来货币政策怎样促进物价合理回升也是一个重要问题。三是关注结构性货币政策。总量调控肯定是货币政策的重点，但考虑到我们面临构建现代化产业体系的重任，货币政策还要考虑到配合结构转型和产业政策，加大对科技创新和中小微企业的支持。面对结构转型的艰巨任务，需要货币政策进行适当配合。

二、 跨周期调节：着眼供给端的结构优化

跨周期调节是超越传统短期经济波动周期并主要着力于供给端的一个政策体系，主要目标是通过优化供给结构、提高供给质量，推动结构转型升级和增长动能转换，实现中长期经济发展的动态平衡与经济高质量发展。我认为重点需要关注以下几个方面：

首先，消解低效无效供给。所谓供强需弱中的“强”一定程度上反映的是供给超过需求，存在超额供给，而其中相当部分是低效无效供给，其背后是怎样化解产能过剩问题。今年大家都在谈产能过剩下的“内卷式”竞争，我继续维持过去的观点：解决产能过剩下“内卷式”竞争很重要的一个方式是构建一个市场导向型的“退出机制”，包括市场竞争中的“优胜劣汰”、消灭僵尸企业、取消地方政府的过度政策支持或补贴、防止地方的同质竞争等。通过构建一个市场导向的退出机制来消解低效无效供给，优化供给结构。

其次，跨周期调节政策中一个非常重要的抓手是现代化产业体系的构建。“十五五”时期必须坚持高质量发展的原则，其中的重点就是以科技创新为先导，大力发展新质生产力，推动创新与产业的深度融合、数字经济与实体经济的深度融合，构建现代化产业体系，包括制造业的转型升级，发展实体经济与制造业，壮大和发展战略性新兴产业，培育与布局未来产业。通过构建现代化产业体系推动我国产业结构转型升级，不仅有利于我国经济量的合理增长，而且有利于质的稳定提升，从而实现高质量发展目标。

最后，新旧增长动能的转换。过去推动我国经济增长的传统动能，如改革红利、开放红利、工业化红利、人口红利等在当下面临程度不同的衰减，导致潜在增长率的下降。为了实

现经济量的合理增长与质的稳定提升，在“十五五”时期推进许久增长动能转换非常重要。我们要努力培养新的增长动能，如科技前沿创新、推进高水平对外开放、挖掘人口质量红利、深化改革、推动新型城镇化进程和消费率的提升等，都有助于提高我们的潜在增长水平，这也是跨周期政策非常重要的方面。

三、逆周期调节和跨周期政策相互协同

要解决我国未来稳增长和提质增效的问题，需要加强逆周期调节与跨周期调节政策的密切配合。我认为有四点非常重要：

第一，要强调宏观经济政策取向的一致性。跨周期和逆周期调节涉及到供给与需求政策、短中长期政策的配合，尤其要避免所谓的“合成谬误”。供需政策、中短期政策同时出台有可能在某个时间点上发生冲突，怎样避免冲突、提高效率，是考量我们宏观调控水平的一个重要方面。

第二，要进一步深化市场化改革。无论是逆周期调节还是跨周期调节都是基于市场经济的逻辑，应坚持有效市场与有为政府相结合的原则，特别是激发微观主体活力、构建全国统一大市场非常重要。这对于优化跨周期调节政策和逆周期调节政策传导机制畅通很关键，而传导机制的畅通可以有助于调节政策效果的提高。

第三，要创新引领，因地制宜发展新质生产力。在人工智能、数字经济时代科技创新尤为重要。创新驱动发展的核心是怎样推动创新与产业的深度融合问题。

第四，预期管理非常重要。通过预期管理来提振信心，也是逆周期调节和跨周期政策有机结合的一个非常重要的方面。

破解供强需弱等老问题需要更强有力的政策

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

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）（总第81期）上的发言

当前经济呈现出的“供强需弱”已形成普遍共识，不久前召开的中央经济工作会议也指出“我国经济发展中老问题、新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多”，对当前经济形势进行了精准分析。我认为，破解困局的关键在于以精准且有力的政策提振需求，以海外投资拓展经济增长新空间，形成内外并举的政策合力。

一、供强需弱“老问题”仍存，需求疲弱是制约经济修复的核心症结

从供给端表现看，制造业特别是高技术制造业支撑经济展现韧性，是中国经济的核心优势而非问题。近年来我国高技术产业投资显著高于投资整体增速，且高技术产业工业增加值同比持续保持9%以上的高位水平，制造业产业结构不断优化。此外，高新技术产品出口表现也十分亮眼，今年前11个月同比增长6.6%，高于出口整体增速，尽管出口属于需求端范畴，但高新技术产品出口的稳健增长，也印证了中国在技术研发、产能供给、产业链配套等方面的综合能力，彰显中国制造业在全球产业链中的核心竞争力。

需求端持续疲弱加剧供需结构性失衡，当前需重点关注投资连续下滑。2008年以来，中国经济的需求扩张主要依赖投资端发力，而投资具有“双刃剑”属性，当期可拉动需求，但长期会转化为新增生产与供给能力。在总需求持续不足情况下，长期投资扩张带来的供给增加必然会导致和加剧“供强需弱”。回溯历史，自上世纪80年代走出短缺经济时期以来，我国逐渐固化了“要扩张就搞投资”的思维定式与路径依赖，但实践已充分证明，总需求扩张单纯依赖投资拉动是远远不够的，消费不足会影响整体需求水平。值得关注的是，9月以来，投资增速已连续三月为负，特别是民间投资下滑严重，11月扣除房地产的民间投资增速首次转负，投资下滑与市场主体预期偏弱密切相关，也进一步拖累总需求。

价格的持续低迷也印证了预期走弱，引发负向循环。当消费需求持续偏弱时，便会形成“消费不足→价格低迷→利润承压→预期转弱、投资收缩→就业承压、收入放缓→消费进一步不足”的负向循环。从实际情况来看，这一负向循环已初现端倪，且当前价格持续低迷的情况尚未得到根本性扭转。打破负面循环的关键在于要扭转市场预期，而核心抓手则是改善价格低迷的局面。

出口展现较强韧性，对我国经济增长仍发挥重要作用。面临中美博弈、全球产业链调整等压力，近两年屡有“抢出口”现象，对出口带来一定支撑，但关税扰动下我国出口也曾在短期面临较大的回落压力。不过整体来看，出口表现仍较为稳健，这一方面反映了我国出口的韧性；另一方面也印证了中国作为出口导向型大国，在缺乏大规模内需扩张的情况下，对国际市场的依赖依然显著。

二、抓科技的同时，也要注重夯实民生“基本盘”

整体来看，中国经济整体仍将保持企稳回升的态势，制造业生产、科技创新等为经济发展带来支撑。“十五五”规划建议为中国经济增长指明了新方向，未来经济新增长点主要集中于两大领域：一是与国家安全相关的军工等领域，二是科技创新领域。其中在科创领域，政策支持重心已不再仅是单纯的研发投入、院士工作站建设，更重要的是转向培育科技企业家、推动科技成果产业化，加深科技创新与产业创新的融合。但也要看到，当前我国还面临投资失速风险、宏微观体感存在温差以及价格持续低迷等问题与挑战。

宏微观“温差”仍存，就业等民生问题亟需解决。当前宏微观“体感温差”除受名义增速持续低于实际增速影响外，民生问题突出更是直接“导火索”。一方面，就业是最为核心的问题，中国作为人口大国，经济体系庞大，仅靠高科技产业难以全面覆盖就业与民生需求，部分科技突破在短期内不仅无法直接创造大量就业岗位，甚至可能对传统就业产生替代效应。当前占据市场主体多数的中小企业，尤其是一般服务业和劳动密集型行业，仍面临较多困难，直接影响居民就业与收入。另一方面，也与房地产价格持续下行、财富收缩效应抑制居民预期与消费动力有关。

价格水平仍处于“缓冲期”，且下行压力仍存，稳价格政策力度不足。2025年初，我曾作出“价格下行进入缓冲期”的判断。我认为，自去年四季度经济反弹以来，市场预期得到一定改善，价格下行趋势有所缓解，但并未实现根本止跌。缓冲期本身存在两种演化可能：

一是价格进一步下滑，二是筑底企稳乃至回归反弹。然而从今年以来的实际走势看，价格企稳回升的态势并不显著，表明当前稳定价格的政策发力仍显不足。价格作为供需双方交易博弈的均衡结果，并非单一宏观政策所能轻易改变，且覆盖 CPI、PPI 等物价与房地产等资产价格等多领域，其回升必然需要与每个市场主体的实际购买力以及消费欲望结合。因此应对价格下行压力，需搭建起宏观经济增长与民众切身利益之间的传导桥梁，采取超越传统的宏观调控思维，摆脱路径依赖，出大招、多维发力。

三、三个“十万亿”是未来中国经济的主要发力点

破解当前经济困局、助力价格企稳回升，需聚焦需求端短板与结构性矛盾，推出力度空前、精准有效的政策举措。此前我已多次提出用三个“十万亿”助力中国经济企稳、价格企稳，我仍坚持这一建议。

一是十万亿用于居民消费补贴，激活短期消费能力。当前消费需求疲软的核心症结在于居民购买力与消费意愿不足，亟需通过大规模、一次性的补贴政策直接提振居民消费能力。建议发放规模达10万亿的居民短期消费补贴。此前美国、日本等国家为缓解需求回落压力均采取了类似的消费刺激政策，而中国尚未实施过如此大规模的直接消费补贴，为后续政策实施预留了空间，且从可行性来看，中国也具备实施该政策的经济实力、筹资渠道与执行能力。当然，作为学术研究层面的政策建议，具体的政策细则可以再进行讨论，也不必拘泥于具体的补贴规模，但重点是要采取超越常规的、力度空前的政策干预。尽管现在实施相关政策已略显滞后，但“亡羊补牢”仍具重要价值。

二是十万亿债务置换，优化债务结构稳定政府信用。地方政府债务压力已成为制约地方经济活力与投资信心的重要因素，建议推出10万亿规模的地方政府债务置换计划，由中央政府发行低息国债替代地方政府存量债务，优先解决地方政府拖欠问题。通过中央政府的信用背书降低融资成本，仅调整债务结构而没有扩大债务总规模。实现缓解地方政府偿债压力的同时，也有利于维护政府信用与市场信心。从规模来看，10万亿的置换规模虽未必能完全解决地方债务问题，但足以覆盖大部分拖欠企业账款，为地方经济恢复活力创造条件。

三是十万亿资金助力房地产扩需求、稳预期，严控新增供给、加快存量出清。扭转房地产价格下行预期是当前房地产市场调控的核心目标，这一目标的实现直接关系到居民资产负债表的修复成效。据测算，当前我国居民部门杠杆率已达到65.7%（2025年3季度，中诚信口

径），位于历史较高水平，且从全球来看，也位于较高水平，显著高于欧元区和新兴市场经济体。居民资产配置结构中房地产占比极高，在房价持续下行但居民负债总量与结构未发生实质性调整的背景下，大量居民尤其是2017年后入市购房的中低收入阶层，已陷入“资不抵债”的困境，亟需通过政策干预遏制房价进一步下行态势。政府在房地产上行周期通过卖地、税收获得了实质性收益，当前稳定房价本质上是对居民财富的合理回馈，更是修复居民资产负债表、扭转市场预期的关键举措。

从全国市场格局来看，房地产市场供大于求的态势已十分明确。截至今年11月末，全国商品房待售面积75306万平方米，位于历史高位水平，如果再加上已售未开工面积，那么库存规模更大。因此，当前政策的核心任务是消化存量库存而非新增供给，对任何旨在增加房地产供给的政策均应保持审慎态度。事实上，暂停房地产新增建设项目具备充分的可行性，即便停建两三年也不会对市场运行造成实质性冲击，反而能有效引导市场形成“去库存”的明确预期，若持续新增供给，房价下行预期将难以扭转，居民资产负债表的修复也将无从谈起。在严控供给、加快消化存量的同时，也要在需求端发力，建议可动用10万亿资金提振居民购房需求，稳定房价预期。资金来源方面，除财政资金外，还可以更多的引导社会力量参与。

四、重视海外投资、鼓励企业出海，挖掘新的增长点

海外投资可成为中国优化资产配置、拓展经济增长空间的重要方向。从国内投资格局来看，除高科技制造业投资外，长期以来依赖的基建投资等长期项目投资存在效率偏低的问题，需为存量资本寻找更高回报的配置渠道。从国际经验来看，在经济低迷阶段，海外投资往往对缓解国内长期通缩压力、稳定经济基本面具有显著作用。例如上世纪80年代日本经济泡沫破灭后，陷入了长期的缓慢低增长周期。在过去三十年里，日本实际人均 GDP 年均增长率不足1%，经济增长动力持续偏弱。但在此期间，日本企业积极拓展海外投资与运营布局，其积累的海外资产规模不断扩大，国民生产总值（GNP）也随之稳步攀升。这些来自全球范围内的投资收益，不仅为日本企业的稳定发展提供了重要支撑，更对整个日本经济的平稳运行发挥了关键作用。

市场主体的出海积极性持续提升，投资路径、管控机制与收益回流渠道有待加速理顺。从当前来看，国家层面尚未完全形成系统化的政策规划与实施框架。尽管市场主体的出海投资积极性持续高涨，但投资出海的路径规范、过程管控及收益回流等机制仍待进一步明确。相较于公民个人自发的海外投资，应优先支持企业通过经批准的 ODI（对外直接投资）渠道

合规开展海外投资，依托 ODI 的审批与跟踪机制，实现对投资行为的全流程监管，确保投资收益顺利回流国内。若任由资本以自发形式无序出海，不仅难以实施有效管控，还可能导致投资收益“跑冒滴漏”，无法为国内经济提供实质支撑。与其“跑冒滴漏”，不如“开大门、走大路”，加速建立健全海外投资路径与管控体系。

中国在海外投资领域具备多重优势，发展潜力和空间广阔。一方面，众多企业已积累了丰富的海外布局与运营经验，为后续海外投资拓展奠定了一定基础；另一方面，香港作为特殊枢纽，具备高效衔接与转换国际规则的独特功能，能够有效降低跨境投资的制度性交易成本，发挥关键的桥梁纽带作用；此外，近年来伴随国家综合实力持续提升，人民币国际化进程的稳步推进也可进一步为海外投资赋能。

整体来看，当前经济运行的核心问题仍是长期存在的老问题，对应的解决思路本质上也属于经实践验证的老办法。不过，随着对经济形势的认识不断清晰，以及相关趋势判断持续得到实践印证，政策制定的“靶心”已然明确，当前需出台力度更大、导向更明确的政策举措，一方面巩固中国经济已形成的供给端优势；另一方面着力扭转长期存在的价格低迷与内需疲软态势，推动经济稳健增长。

2026年经济政策聚焦国内放眼长远

丁爽　渣打银行大中华及北亚首席经济学家

以下观点整理自丁爽在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）（总第81期）上的发言

一、11月份经济数据回顾

11月份经济数据印证了中央经济工作会议对国内经济“供强需弱”的判断。从供给端来看，11月工业增加值同比增长4.8%，月度环比增长0.44%，年化增长率超5%，整体呈现较强增长态势。这一表现主要受益于出口反弹的拉动，11月出口同比增长5.9%，贸易顺差达1120亿美元，外需对供给端形成有力支撑。

而需求端相对偏弱：投资领域，11月投资同比收缩11%，收缩幅度与10月持平，环比收缩1.03%，已连续10个月呈现收缩态势。其中房地产、基建、制造业投资均为同比负增长，成为拖累经济增长的主要因素。

消费领域，上半年消费品以旧换新政策对零售增长形成支撑，但下半年政策效应逐步减弱。11月社会消费品零售总额同比增长1.3%，环比收缩0.42%；分品类看，商品零售下滑更为显著，即便国补覆盖范围内的商品也已连续两个月呈现负增长。服务业表现相对稳健，服务生产指数增速放缓，但服务零售增速加快。

从1-11月累计数据来看，“供强需弱”特征同样明显。工业增加值累计同比增长6.0%，固定资产投资累计下降2.6%，商品零售累计增长4.0%。其中，出口成为重要增长驱动力，累计同比增长5.4%。**2025年经济运行的亮点集中在供给端的出口与服务领域，短板则体现在内需层面，即国内投资与消费。**

综合10月、11月数据，并考虑到12月面临去年同期高基数影响，当前预计四季度中国 GDP 同比增长4.4%，且存在低于该预期的风险。全年 GDP 增长预计为4.9%，同样面临一定下行压力，最终增速大概率略低于5%，但处于5%左右区间，可认为完成全年增长目标。通货膨胀方

面，GDP 平减指数预计在-1%左右，名义 GDP 增速较实际增速低1个百分点，约为4%水平。以上为对2025年经济增长的相关判断。

二、2026年全球经济展望

预计2026年全球经济增速与2025年持平，达到3.4%。但全球经济仍面临多重显著风险。分经济体来看，美国经济将在2025年基础上有所加速，增速预计从2.0%提升至2.3%；欧洲与亚洲经济增速则将有所放缓，主要受今年抢出口、贸易提振效应的影响。当前全球经济面临的风险主要包括：**一是地缘政治冲突风险**，如特朗普政府对委内瑞拉油船实施封锁、中东地区潜在矛盾升级等，均可能引发大宗商品价格波动；**二是贸易政策不确定性**，美国最高法院近期将对特朗普关税政策的合法性作出判定，若判定为非法，将影响美国财政收入的可持续性；**三是贸易风险**，尽管中美贸易战可能有所缓解，但其他国家对华出口加征关税的现象或呈增多态势；**四是债务风险**，美联储主席换届引发市场对其独立性的担忧，美债及其他国家的债务可持续性问题凸显；**五是美国中期选举带来的外部博弈风险**，共和党在参议院占据优势，但民主党有望夺回众议院控制权，选举前两党或倾向于将内部矛盾向外转移，中国仍可能成为其选举的相关议题；**六是市场泡沫风险**，AI、加密货币领域可能存在投资过度问题，不排除出现市场调整的可能。受上述风险因素影响，预计2026年黄金价格将继续上行。

外部环境方面，中美关系呈现阶段性缓和态势。10月底双边达成相关协议后，贸易关系有所改善，特朗普可能于2026年4月访华，有望进一步增进双边交流磋商，为关系稳定提供支撑。同时，美国近期发布的《国家安全战略》更凸显现实性与实用性，外部不确定性有所缓解。

在此背景下，结合中央经济工作会议提出的“更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争”要求，2026年经济工作重心将更加偏向国内。经济工作从短期风险应对模式逐步转向长期经济转型模式。这一转变体现在近期政策会议中对“加大逆周期和跨周期调节力度”的强调，加之2026年作为“十五五”规划开局之年，政策更注重长远发展，突出内需主导、创新驱动，着力培育新增长点与增长动力。

关于2026年经济增长目标，目前尚未明确，建议设定为4.5%-5.0%的区间目标，较2025年5%的目标略有下调。这一建议主要基于两方面考量：一是中国潜在 GDP 增速长期呈缓慢下降趋势；二是该目标与“十五五”规划及2035年进入中等发达国家行列的中长期目标相契合，

若要实现2035年人均 GDP 较2020年翻一番的目标，未来10年中国 GDP 年均增速需达到4.2%左右，“十五五”时期增速应略高于“十六五”时期，因此4.5%-5.0%的区间目标符合中长期增长要求。

随着政策应对模式转变，当前经济形势并不像去年同期那样具有紧迫性，应继续实行更加积极有为的宏观政策，更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策。因此，预计宏观政策不会进一步扩张，但需维持支持态势，防范经济增速快速下滑。

在财政政策方面，一是建议赤字率不超过2025年4%的水平（4%为近期赤字率峰值，也是应急状态下的调整）。同时，建议债券发行额度与2025年持平，2025年债券发行规模约14万亿元，占预计140万亿元 GDP 的10%，规模已处于高位；若2026年维持同等发行规模，政府债务率年均将增长约8个百分点。结合中央经济工作会议“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”的要求，4%或略低于4%的赤字率更为适宜，同时需强化支出结构优化，在总量约束下将资金投向关键领域。

二是更加侧重于从投资端来提振内需。从提振内需的效果来看，财政投入于投资领域较以旧换新政策更为有效。2026年作为“十五五”开局之年，基建领域项目储备充足，而2025年基建投资下滑过快，建议2026年加大基建投资力度。在财政资金规模有限的前提下，需压缩非必要行政性支出，以旧换新政策不宜进一步扩大规模，可维持现有体量防范零售下滑，因为该政策效用有限，仅起到消费提前释放的作用，近两个月国补覆盖商品已连续呈现负增长。财政政策应更注重长远，配合居民部门增收计划，加大对低收入群体的社保投入，推进基本公共服务均等化；大力发展服务业，扩大服务业市场对内对外开放，提升服务供给质量，释放服务消费潜力。

三是提高财政资金使用效率。经估算，近年财政广义赤字每年均有超1万亿元的预留空间未充分使用，多结转至下一年度。建议严格落实年度预算安排，充分发挥财政对宏观经济的支撑作用。针对项目准备不足、地区资金分布不均等问题，可提前梳理急需资金支持的领域，若四季度发现财政资源未足额使用，及时向相关领域快速拨付，提升资金使用效率。

四是建立中期财政政策框架，从跨周期视角统筹财政赤字与政府债务管理。预计在房地产市场触底回稳前，财政政策需维持扩张态势；待房地产市场稳定后，财政政策应逐步回归中性。通过构建中期框架，明确财政可持续性路径，为短期扩张性财政政策的实施提供支撑。

在货币政策方面，应将促进经济稳定增长与物价合理回升作为核心考量，灵活高效运用降准、降息等政策工具，保持流动性合理充裕。总体来看，货币政策仍以支持性为主，重点配合财政政策实施。尽管当前降息空间相对有限，但央行仍有多种工具可保障流动性充裕。建议在2026年国债及地方政府债券发行规模维持高位的背景下，央行常态化购买国债（CGB），一方面可增加基础货币投放、提升市场流动性，另一方面有助于更好地管理国债收益率，防范政府偿债成本上升。

三、人民币汇率制度演进与强人民币政策分析

总体来看，中国外汇管理制度大致呈现每十年一次重大调整的演进特征。一是1994年汇率并轨与钉住美元阶段。1994年1月1日，我国实施汇率并轨改革；自1995年起，人民币汇率确立盯住美元的形成机制，此后十年间大致维持1美元兑换8.27元人民币的水平。二是2005年参考一篮子货币改革。2005年7月我国启动汇率形成机制改革，人民币不再单一盯住美元，转而实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的浮动汇率制度，此次改革后，人民币进入升值通道。三是2015年“8·11”汇改。2015年“8·11”汇率形成机制改革实施，人民币对美元汇率出现一次性贬值，引发跨境资本较大规模流动。此次改革显著提升了人民币汇率的灵活性，成为我国汇率制度演进的又一重大变化。

2025年虽未出现类似前三次的重大机制变革，但实则标志着中国“强人民币”的正式成形，可视为强人民币政策元年。这一判断可结合国际经验与国内政策导向综合理解：1995年美国财政部提出的“强美元政策”，其核心并非人为推升美元汇率，而是旨在增强市场对美债的信心；我国的强人民币政策同样不以人为驱动人民币升值为目标，核心在于提升人民币的国际使用与国际地位。这一政策的成形，与习近平总书记2025年初提出的“强大的货币是建设金融强国的六大核心要素之首”的论述一脉相承。

强人民币政策的落地具备坚实的经济基本面支撑：其一，创新与技术投入持续加大推动全要素生产率稳步提升；其二，宏观政策对跨周期调节的强调，有助于稳定国际市场对人民币购买力与稳定性的信心；其三，国际收支结构持续优化，2025年经常账户顺差预计达 GDP 的3.3%，且未来有望维持在2%-3%的合理区间；四是我国通胀水平低于全球平均水平。尽管强人民币政策不以升值为目标，但综合多重因素判断，人民币具备升值条件。基于此，建议推动人民币实现每年小幅升值，这一态势既具备基本面支撑，又不会削弱出口企业竞争力，同时可缓解外贸领域的相关矛盾，增强市场对人民币的信任，为人民币国际化进程提供助力。

政策有进有退，基本面静待“开门红”

李超　浙商证券首席经济学家

以下观点整理自李超在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）（总第81期）上的发言

本次分析主要从政策面和基本面两个维度展开，针对11月份的经济数据解读及对未来的预判。

一、经济基本面分析：消费、投资与出口

在经济基本面上，首要关注的是消费问题。此次中央经济工作会议将“扩大内需”列为第一重要任务，并将消费置于扩大内需中最靠前的位置。从宏观导向上看，社会各界必须逐渐转变一个理念：**消费在未来不应是顺周期变量，而是逆周期变量，它将逐渐替代过去房地产的重要作用。**以往我们在思考经济面临下行压力时，进行政策对冲的主体变量是房地产，而现在已逐渐转变为消费。因此，消费将成为最核心的影响变量。

然而，在消费逐渐成为逆周期变量的过程中，要形成全社会的共识并没有那么快。当前，大家对于如何使用消费这一变量仍存在较大争议。例如，美国和日本在应对疫情时采取了超常规的、财政货币化的、央行资产负债表扩张的措施，这种直接给居民发钱的方式当时解决了物价过低的问题，并抬升物价、拉动经济向上。但在我国，实际情况可能会有所不同。

我一直强调“四层次框架”：中美博弈排第一，社会稳定排第二，结构转型排第三，经济增长排第四。在这个决策框架下，社会稳定具有极高的重要性。若缺乏社会稳定的变化，我们在将消费确立为逆周期主体变量这一问题上尚无法形成共识。尽管我们在促进消费等方面进行了一些探索，但要真正将其演变成有效的逆周期变量以拉动经济，仍需一个过程。

关于投资的“止跌回稳”，从单月数据来看，制造业、房地产、基建增速目前均为负值。市场普遍担忧，若明年开年固定资产投资依然维持负增长，将是难以适应的局面。但我认为这种情况不会出现。四季度人民银行投放了5000亿的政策性金融工具，且三家政策性银行一个月内即投放完毕，但其对固定资产投资的带动效应并未计入四季度。根据发改委测算，该

工具实际上带动了7万亿固定资产投资，其中约40%计入制造业，60%计入基建。这部分数据很有可能计入明年一季度的固定资产投资中，从而使得制造业投资和基建投资在明年一季度实现“开门红”，预计制造业投资增速将超过 GDP 增速。从基建角度看，即便狭义基建增速可能稍低，但包含水力、热力、燃气等在内的广义基建增速也会超过 GDP 增速。**这两个因素叠加，从需求侧来看，将确保明年一季度固定资产投资实现“开门红”。**

从生产端来看，尽管当前有“反内卷”的指导性政策，但其根本落实与工业稳增长密切相关。若缺乏工业稳增长的政策导向，仅靠需求侧的出口拉动，难以实现较高的工业增加值增速。我们初步判断，明年一季度“反内卷”政策的执行速率会适当放缓（这将是明年二三季度的重点），一季度仍需发力提升生产端。这样，供给与需求两个方向均有利于明年一季度的“开门红”。因此，明年一季度经济“开门红”是大概率事件。

关于明年一季度在2025年同期高基数下能否重现“开门红”的问题，实际上，越是以结构转型为主导，越需要经济增速的“开门红”。只有打好经济“开门红”的基础，才能有效、顺畅地实现后续的结构转型。因此，明年从经济节奏来看，大概率呈现“前高后低”的走势，尽管基数效应与此不同。

对于明年二、三、四季度的投资安排，重点在于新质生产力。通过高科技领域的投资，维持制造业投资增速相对超过 GDP 增速的趋势。基建投资重点投向“安全”领域。这也是为何强调使用广义基建口径，因为其主要投向安全，例如防止燃气水管爆炸、防火等。这些有效投资下去后，将支撑广义基建维持相对较高的增速。 这两大因素将为全年投资的止跌回稳打下良好基础。

从出口角度看，我们持偏乐观态度。**企业“出海”并非对出口的替代，反而在当前海外产业链不完整的情况下，对我国出口形成了一种带动效应。**

二、货币政策：明确“适度宽松”取向，预计年内一次降准、一次降息

政策变量主要跟踪12月份召开的中央政治局会议和中央经济工作会议。**政策大基调已不再提及“超常规逆周期政策”，而是强调“逆周期调节”和“跨周期政策”相衔接，这意味着政策一定是有进有退的选择。**

从货币政策角度看，强调“适度宽松”的货币政策，但大家不必过度关注这一措辞。例如去年年底提及“适度宽松”，一季度却出现了短端利率收紧，导致市场波动。这说明政策措辞不能直接按字面理解，必须分析货币政策的使用目标。中央经济工作会议明确以“经济增长”和“促进物价合理回升”为重要目标，这两个导向决定了明年货币政策大方向是往宽松走，但同时要兼顾“金融稳定”指标。在兼顾金融稳定的情况下，降准降息虽是大概率事件，但频度不会太高、幅度不会太大。**因此，我们倾向于中性判断：明年将有一次降准、一次降息。**

从准备金角度看，目前定向降准的底线是5%，且不再享受全面降准政策，说明准备金中值即为5%。随着利率市场化进入最终阶段，未来将通过隔夜利率走廊机制来决定存款利率，即隔夜质押式回购利率（DR001）加期限利差决定7天期回购利率（DR007），再加风险/流动性点数决定各类存款利率，一年期存款利率将取消。当利率完全市场化时，准备金率可能降至5%并退出货币政策调控的历史舞台。目前平均准备金率为6.2%，若每次降准50个 BP，大约还有两次降准空间，预计未来一两年内将完成降准。

从降息视角来看，当前7天逆回购利率作为核心政策利率，水平为1.4%。该政策利率对应的阶段性底部为1%，据此测算，仍存在40个基点的降息空间。这一40个基点政策空间的维持时长，需重点关注央行的调控考量。当前“十五五”规划已正式制定，规划周期为五年。若要在未来五年内维持这40个基点的政策空间，每年的利率调整幅度不宜过大，这一利率调控取向的初衷即在于此。但在实际执行过程中，能否坚守这一调控节奏仍存在不确定性。值得注意的是，我国已逐步将 M2、社融等数量型中间目标从调控目标调整为监测指标。这一调整意味着，在调控力度上，通过推动 M2、社融显著增长带动 GDP 回升的难度将有所加大。因此，考虑到“十五五”期间经济增速逐步下移至4.5%左右这一趋势，仅依靠小幅降息可能难以满足调控需求。但从政策取向来看，当前仍以稳健调控为主，不宜对降息幅度作出过高预期。

三、财政政策：广义财政或呈略收缩态势，非税收入结构面临调整

从财政政策看，中央政治局会议表述为“适度加力”，中央经济工作会议提出“保持必要的赤字率”。预计赤字率大概率在4%左右（4%—4.2%区间）。具体数值其实不重要，例如从4%提至4.2%仅增加两三千亿。衡量财政影响必须从包含一般公共预算、专项债等在内的“广义财政”出发。专项债预计保持平稳，以符合跨周期（留子弹）和逆周期调节的要求。

临时性、超长期特别国债体量可能小幅回落，但最重要的变量是“结转结余资金”（预算稳定调节资金）。从2025年预算情况来看，年初安排了2万亿元结转结余资金，这部分资金相当于历年财政超收。但由于财政超收年度规模普遍较小，2万亿元资金规模的形成，必然包含国有企业（比如国有银行、中投公司、中国烟草总公司等）上缴利润转化的结转结余资金，以此填补了大规模资金缺口。今年9-10月份又追加了5000亿元预算稳定调节基金，核心原因是为了弥补最后决算预算的巨大差距。为何有差距？因为今年非税收入大幅下降。

面对明年的缺口，结转结余资金不可能开年就顶2万亿这么大的体量，若无法填补，广义财政实际上会有明显收缩。

基于上述关于货币政策和财政政策的判断，相比市场，我们对价格的预期稍显悲观。工业稳增长阶段性主导下，“反内卷”不能贯穿全年，且整体力度比超常规略有收缩，综合下来，物价水平不能预估特别乐观。

最后，从明年经济运行整体来看，将统筹国内经济政策与对外经贸斗争。除非海外出现大的不确定性，政策“子弹”都会留住不打，以便做临时性调整应对。因此，经济将以高质量发展和结构转型为主导，经济增速在“十五五”期间逐渐向4.5%过渡。预计明年全年 GDP 预测为4.8%，比5%略低。在此基础上，政策留有一定的余地，以应对外部不确定性冲击，届时再出台较大的政策将是一个比较重要的考量。

2025年经济运行的转折性变化与政策思考

——基于宏微观温差视角的分析

赵伟　申万宏源证券首席经济学家

以下观点整理自赵伟在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年12月）（总第81期）上的发言

我将从三个维度进行探讨：第一，2025年经济运行中值得提示的转折性变化；第二，近期部分指标下滑的原因；第三，基于“宏微观温差”视角的政策建议。

一、2025年经济运行的四大转折性变化

在我看来，2025年经济运行包含三到四个关键的转折性变化，主要体现在以下方面：

第一，疫后“疤痕效应”的影响明显弱化。可以将出行人流数据作为衡量经济活动“量”维度的刻画，可以发现今年的表现明显好过过去几年同期；将核心商品 CPI 和 PPI 视为“价”的维度，可以看到今年以来 PPI 和 CPI 走势开始出现背离，尽管核心 PPI 仍处于底部徘徊状态，但核心 CPI 增速已开始修复。量和价两个维度可能在共同印证一个逻辑：疫后常被广泛讨论的“疤痕效应”，演绎至当下正在呈现弱化趋势。物价表现中，酸奶算是一个特别有意思的案例，酸奶价格于2024年底见底、今年三季度价格已开始回升。行业研究员们在调研过程中反馈，其他领域也有类似情况开始出现。其底层逻辑是，经过几年调整，部分领域已“自然筑底”。

第二，关税冲突对中国经济的影响明显弱化。我们很多人留意到经贸博弈过程中，中方可圈可点的地方甚多。调研反馈来看，企业主在面临关税冲突时的表现与几年前大相径庭；经济数据中我们看到的是，关税提升的背景下，中国出口依然表现出十足韧性，且出口商品结构进一步优化，附加值高的品种占比持续抬升、附加值低的品种占比持续下降。这些变化的背后是，经过长年累月的积累沉淀、技术进步和供应链优化等，中国企业和商品的国际竞争优势不断提高，是国内转型升级已进入新阶段的典型表征。

第三，房地产调整对经济的边际拖累减弱。我抛出一个很受争议的观点，从今年开始地产调整过程对经济增长的影响会明显弱化。地产新开工领先于投资增速3年左右，从领先滞后性来看，明年地产投资增速的表现可能会略高于今年约-15%左右的增速，虽然对经济依然有拖累、拖累程度较今年可能会有所回落。从销售端来看，“好房子”概念提出后，政府对房屋质量要求提高，开发商有动力提高“得房率”。过去得房率在80%左右即算偏高，如今许多城市新房得房率已达80%以上，现实中甚至出现100%、120%及更高的案例。这些因素对地产销售生态的影响很直接：有购房意愿和能力的群体倾向于购买新房，导致二手房市场 的“绝对刚需化”。对于绝对刚需群体而言，房价下跌意味着购房成本的下降。房价调整过程中，对经济影响的逻辑路径正在发生微妙变化；对现金流量表的冲击明显弱化，对资产负债表的影响仍在演绎（尤其两类主体：一是在核心城市贷款买房的中青年群体，二是持有房产抵押的银行）。GDP 统计及资本市场定价基础主要基于“流量”概念，金融同业在讨论地产对宏观经济影响时，需注意这一逻辑转折。

第四，短周期框架与长期改革转型方向非常融洽，活性与统筹度显著提升。去年9月底以来，政策思路经过优化，已形成一个庞大且严密的体系。该体系的核心倾向可总结为：生产端注重高附加值，需求端注重以人为本，总量政策打开空间，结构政策针对性增强。当前政策特点在于短期的需求管理与长期的框架建设高度融合，政策调节的灵活性远胜过去几年。一旦经济问题暴露，相应的对冲手段会迅速跟进，底线是绝不允许经济出现失速风险或系统性风险。因此，对于明年开门红表现、一季度高基数压力等担忧，我认为无需过虑，政策层面已做好充分准备。

基于上述变化，特别是去年9月底以来扩内需、“反内卷”、化债及清账等政策力度的加大，其效果将滞后体现。今年下半年，部分指标如应收账款规模增速显著回落、部分领域企业盈利筑底，已初显政策成效。

展望2026年，政策思路或将是在“保持强度”的基础上“提质增效”，而非市场部分买方机构担心的“减量”。在此背景下，2026年中国经济有望进入“非典型复苏”状态，其内涵包括：第一， 与传统复苏“量为主、价为辅”不同，明年的复苏中“量”的弹性不大，主要体现为“价”的修复，价格在经历过去几年的螺旋式走弱后开始回升，将带动名义 GDP 和企业盈利的改善；第二，不同行业受供给端和需求端政策力度的影响将呈现结构性特征。

二、近期部分经济指标走弱的深层归因

年中以来，投资分项增速的下滑并非由单一行业导致，而是各分项均出现了一定程度的回落，且区域分化特征显著。这一现象可能部分源于化债提速产生的“挤出效应”。

化债提速对投资资金产生短期“挤出效应”。今年6月份以来，化债力度明显加快，年初财政部在新增专项债中划拨了约8000亿元额度，专门用于发行特殊再融资专项债以支持化债。但自6月以来，实际发行的特殊再融资专项债规模上升至约1.3万亿量级。超发的部分额外占用了再融资额度。跟踪显示，超发规模较大的地区，往往伴随着固定资产投资增速的明显下滑。这或许一定程度上验证了在化债力度加大的背景下，部分资金被优先用于偿债，从而对投资资金形成了“挤出”。随着10月底新增5000亿元债务限额用于支持地方政府经济活动，预计资金缺口将得到补充。展望明年，化债对投资的挤出效应将有所弱化，相关拖累因素在未来一段时间会逐渐减弱。

此外，今年实施的一系列“清欠”政策也影响了资金流向，对投资资金产生了类似的“挤出效应”。4月，国资委部署要求央企偿还欠款；6月，《保障中小企业款项支付条例》落地，明确规定机关事业单位、大型企业拖欠中小企业的款项支付期限不得超过60天。需要注意的是，这一过程虽然短期拖累了投资增速，但对修复经济的内生动能极为有利。我常打一个比喻：“我们的信心来自于现金流量表的充裕程度，我们的底气来自于资产负债表的强壮程度。”报表修复是社会信心恢复的基础。从今年年中开始，尽管投资增速下滑，但我们观察到全社会报表修复的速度在加快。资金用于化债和清欠，实际上是在夯实微观基础。随着后续财政政策的持续发力，类似今年这种“挤出效应”的冲击将逐渐减少。

调研过程中，部分地区反映存在项目储备不足的问题，这也在一定程度上影响了当期的投资表现。考虑到明年是“十五五”规划的开局之年，预计在项目储备的充裕度层面，情况将好于今年。

三、基于宏微观温差视角的政策建议与思考

（一）“宏微观温差”的现象演变与本质

“宏微观温差”是近几年备受关注的热门话题。该现象在2022年之前鲜少被提及，但自2022年起表现愈发显著。2022年生产端活跃带动宏观指标超预期，而微观层面感观却与宏观指标出现背离。进入2023年后，这一特征演变为“上半年温差拉大（宏观强、微观弱），下半年宏微观趋同”的反复演绎。究其本质，企业的微观体感主要与盈利紧密挂钩，而居民端的体

感主要与就业和收入相关。过去我们在讨论政策建议时，往往习惯于从宏观总供给、总需求的角度切入。当下阶段，是否可以适当转换下视角，从优化微观激励的角度，讨论宏观政策的方向，让宏观研究有“温度”，不要只是停留于数据分析，而忽视了微观参与主体的根本诉求。

宏微观温差问题的本质在于经济循环受阻。这一问题并非近年突发，其根源可追溯至2018年前后，并经历了两阶段的演变：2018年，随着外部环境变得复杂多变，需求环境的不确定性显著上升。对于企业个体而言，保住现金流量表的稳定性成为安全底线。这导致企业天然产生“内卷式”倾向：为守住流量而加大生产端投入。这种个体的理性最终导致了群体的不经济，即生产旺盛但利润率受损。自2020年开始，企业为同时守住现金流量表与利润表，出现了第二个倾向：极致压低所有环节成本。这包括挤占上下游现金流、压低劳动力成本等。然而，这些行为依然无法扭转利润率持续下滑的趋势。数据表明，企业利润率自2021年起出现趋势性下降，至2022年前后已降至历史绝对低位，并在此基础上继续显著下探。

经济循环的关键源头是企业利润，收尾在居民收入。只有畅通经济循环，经济才能进入良性正反馈状态。现实经济运行中，一旦毛利率跌破临界点继续恶化，经济循环受阻问题就容易螺旋式加强，企业“越努力越糟糕”的境况下信心修复的难度倍增。这也是过去几年宏微观温差问题持续凸显的根本原因。因此，因此，恢复企业盈利能力、提高居民收入水平，未来一段时期或将是至关重要的政策方向；理解包括“反内卷”在内的政策时，应站在更高层面的统筹角度，将其视为疏通经济循环的关键举措之一。

（二）政策建议：从“微观视角”切入找症结，从宏观角度着手治根本

建议政策讨论跳出凯恩斯主义框架，更多地从微观主体（企业与居民）的核心诉求切入，通过解决微观痛点来修复经济循环。

以促消费为例，不能靠鼓励加杠杆消费或超前消费为政策主体，这可能带来透支效应，而应着力改善以下四个核心要素：一是提高居民收入，解决消费能力问题；二是增加闲暇时间，当人均 GDP 超过1万美元后，商品消费的弹性空间收窄，服务消费空间打开，与商品消费不同，服务消费往往需要消费者与生产者面对面互动，需要有充足的闲暇时间作为支撑；三是营造良好的消费场景与环境；四是提供优质的供给端产品。可以简称为：有钱、有闲、有场景、有产品；若可再加一个即“有信心”或“有稳定预期”。能在以上方面有所增进的政

策，带来的促销费效果可以更持续。如果在以上方面没有增进，只是通过鼓励加杠杆或超前消费，那么带来的短期对消费的刺激，则很可能是透支式。

最后用一句话做总结，我认为：宏观研究需要多一些“微观关怀”，这可能是解决当下经济循环问题的关键所在。

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：