CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第95期）

中央经济工作会议精神解读

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2024年12月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第95期）

稳字当头 积极进取——中央经济工作会议精神与政策建议

报告人：于泽

2024年12月15日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

主要体会

- 如何科学判断当前经济形势?
- 如何全面贯彻明年经济工作的总体要求和政策取向?
- 如何紧抓关键环节完成好2025年经济工作重点任务?

目录

经济形势分析与目标

政策取向与实施建议

重点任务与政策建议

经济形势分析与目标

经济恢复状况

- 经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，经济社会发展主要目标任务即将顺利完成。
  - 预计2024年经济增长5%左右；对全球经济增长贡献接近30%；就业、物价保持稳定，国际收支基本平衡，国家外汇储备保持在3.2万亿美元以上
- 新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，中国式现代化迈出新的坚实步伐。
- 9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振，经济明显回升

经济回升

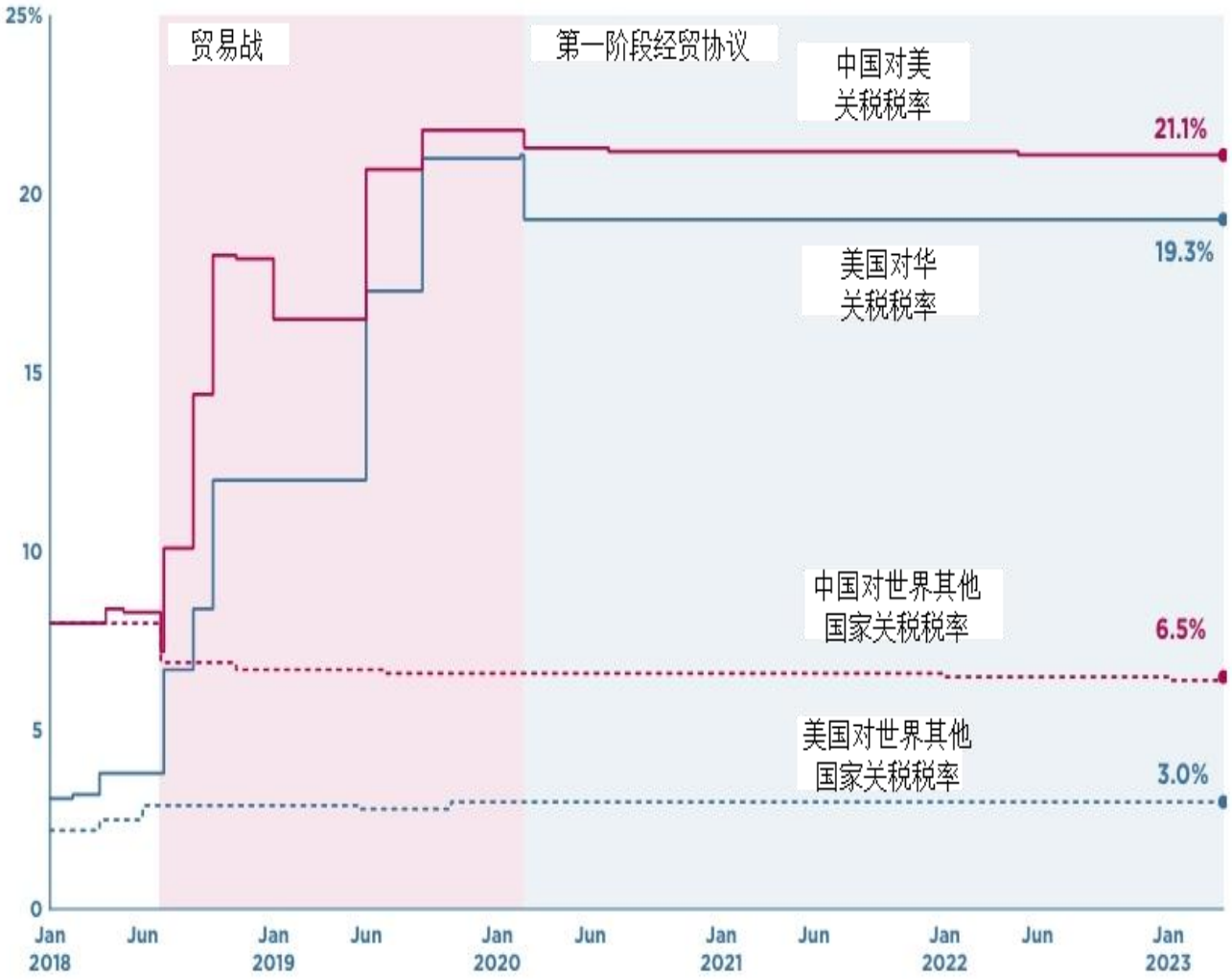
- 2024年经济运行主要问题是内需不足，突出表现在狭义基建增速放缓、房地产投资继续深度调整和消费、特别是商品消费不振
  - 消费对GDP累计贡献率从2023年的82.5%下降到2024年前三季度的49.9%，降到了10年以来的最低点
  - 商品消费增速长期处在低位，前三季度商品零售增速仅有3%，不足疫情之前的一半
- 在出口持续保持强劲的基础上，经济在上述三个方面都有较为明显的回暖
  - 社会消费品零售总额同比增长4.8%，较9月回升1.6个百分点。其中，商品零售当月同比增速回升到5%，比9月份回升了1.7个百分点，连续两个月增速回升。从消费品类增速看，以旧换新效果显著，大件消费品类增速进一步上升。
  - 房地产市场止跌态势显现
  - 狭义基建提速。1—10月份基础设施投资（不含电力）同比增长4.3%，比9月加快0.2个百分点，为今年3月份以来的首次回升

2025年

- 当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。
- 同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。
- 我们要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。

2025年特朗普对华贸易政策冲击

- 特朗普在首任期内已形成对中国贸易、科技、投资等多个领域进行系统性打压的战略计划和政策框架，政策重点从贸易领域向各领域不断扩散，严厉程度逐步上升。在特朗普首个任期结束之前，美国已建立起对华经贸全面“脱钩”的基础框架。



特朗普贸易政策的四种情景

- 情景1：取消中国的最惠国待遇
- 情景2：对全球加征10%全面关税
- 情景3：取消中国的最惠国待遇，且对全球加征10%全面关税
- 情景4：对中国征收60%全面关税，对其他国家加征10%全面关税
- 在情景4下，美国的平均关税税率将从2023年的2.3%跃升至未来的17%，达到美国大萧条以来的最高关税水平。
- 采用标准静态GTAP（Global Trade Analysis Project）模型，设定上述四种场景，模拟特朗普重新执政后实施贸易政策对经济总量、贸易额、社会福利等方面的影响。

各情景下关税对中美经济的影响

模拟结果表明，对中国而言，四种情形所造成的不利影响依次加深：

- 对GDP的影响分别为 0.05、0.12、0.14、0.58 个百分点；
- 对出口的影响分别为 5.0、2.5、7.4、14 个百分点；进口影响为 8.5、4.1、12.5、23.2个百分点；
- 贸易余额出现一定程度的上升，但贸易条件、收入、社会福利均出现明显下降。

	GDP	出口	进口	贸易余额	贸易条件	收入	社会福利
中国							
情景1	-0.05	-5.02	-8.49	498.85	-3.43	-4.67	-123.57
情景2	-0.12	-2.47	-4.06	221.33	-1.56	-2.11	-57.66
情景3	-0.14	-7.43	-12.50	721.06	-5.00	-6.79	-182.96
情景4	-0.58	-14.00	-23.21	1289.90	-9.03	-12.20	-337.50
美国							
情景1	0.16	-6.27	-6.19	365.82	1.52	1.56	19.28
情景2	0.38	-2.80	-3.03	231.32	0.68	0.67	22.38
情景3	0.36	-9.10	-9.21	589.38	2.20	2.25	25.00
情景4	0.81	-15.56	-16.89	1309.32	3.78	3.76	123.95

2025年的具体影响不能仅仅关注关税

- **从短期看，特朗普即刻兑现其对华贸易政策还存在不确定性，主要表现在执行时间、执行节奏与执行力度等方面。**美国共和党在这次大选中控制参众两院，使得特朗普有可能在初期将更多精力放在解决国内问题上。截至12月5日，特朗普已经完成主要内阁成员的提名，为1968年以来的最快水平，预计政策推进将会加快。

- **从长远看，贸易保护主义不仅直接影响出口，还将间接引发供应链重组，产生更为深远的影响。**在中美贸易摩擦期间，其他国家（如墨西哥和越南），已经逐渐占据美国的进口份额，从而对全球产业链供应链的运行调整与适应提出了更高要求。这一趋势表明，若特朗普政府再次实施高关税政策，部分其他新兴市场国家可能继续从中受益，而我国将面临更大的贸易竞争和市场份额流失的风险。结合特朗普在竞选期间的主要观点，预计2025年特朗普重新执政更会从产业竞争、出口管制以及投融资限制等方面调整对华贸易政策。

2025年

- 保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步
  - 建议2025年国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右
- 注重目标引领，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合

政策取向与实施建议

总体要求

- 要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

政策取向

- 坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合
- 充实完善政策工具箱
- 提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性

财政政策

- 要实施更加积极的财政政策。
  - 提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。
    - 建议赤字率拟按3.8%-4%安排。
  - 加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。
    - 增加发行超长期特别国债1万亿，增加地方政府专项债券发行5000亿。
    - 关键在化债

货币政策

- 要实施适度宽松的货币政策。
  - 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
    - 建议降低准备金率1个百分点，适当降息，稳定净息差
  - 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
  - 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。

政策协同

- 要打好政策“组合拳”。
  - 加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合，完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力。
  - 把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。
    - 多目标、多工具、多部门
    - 将相同的政策目标分解到不同部门实施，考核落实情况，容易带来“合成谬误”和“分解谬误”
    - 疏通政策传导机制

重点任务与政策建议

大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

- 实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
  - 建议汽车等消费抵扣个人所得税、降低个人所得税率、逐步以家庭为单位征收
- 加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。
- 实施降低全社会物流成本专项行动。

以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系

- 加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。
- 开展“人工智能+”行动，培育未来产业。
- 加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。
- 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
  - 核心是更好发挥市场功能
- 积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。
  - 从降本增效，提升管控能力到发挥价值创造功能

发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效

- 高质量完成国有企业改革深化提升行动，出台民营经济促进法。开展规范涉企执法专项行动。
- 制定全国统一大市场建设指引。
- 加强监管，促进平台经济健康发展。
- 统筹推进财税体制改革，增加地方自主财力。
- 深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。

扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资

- 有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。
- 积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。
- 推动高质量共建“一带一路”走深走实，完善海外综合服务体系。

有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线

- 持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。
- 合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。
- 推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。
- 稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。
  - 2025年要特别关注金融风险

统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展

- 严守耕地红线，严格耕地占补平衡管理。
- 抓好粮食和重要农产品稳产保供，提高农业综合效益和竞争力。保护种粮农民和粮食主产区积极性，健全粮食价格形成机制。
- 因地制宜推动兴业、强县、富民一体发展，千方百计拓宽农民增收渠道。
- 发展现代化都市圈，提升超大特大城市现代化治理水平，大力发展县域经济。

加大区域战略实施力度，增强区域发展活力

- 发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略的叠加效应，积极培育新的增长极。
- 提升经济发展优势区域的创新能力和辐射带动作用。支持经济大省挑大梁，鼓励其他地区因地制宜、各展所长。
- 深化东、中、西、东北地区产业协作，大力发展海洋经济和湾区经济。

协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型

- 进一步深化生态文明体制改革。
- 营造绿色低碳产业健康发展生态，培育绿色建筑等新增长点。推动“三北”工程标志性战役取得重要成果，加快“沙戈荒”新能源基地建设。
- 建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度。
- 持续深入推进蓝天、碧水、净土保卫战。
- 制定固体废物综合治理行动计划。
- 实施生物多样性保护重大工程。
- 加强自然灾害防治体系建设。

加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感

- 实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。
- 落实好产业、就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫，保障困难群众基本生活。
- 推动义务教育优质均衡发展，扎实推进优质本科扩容。
- 实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。
- 发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。
- 坚持和发展新时代“枫桥经验”，加强公共安全系统施治。

统一思想 紧抓落实

- 要自觉用党中央对形势的科学判断统一思想、统一意志、统一行动，既把握大势、坚定信心，又正视困难、保持清醒。
- 要全面贯彻明年经济工作的总体要求和政策取向，注重目标引领，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合；把握政策取向，讲求时机力度，各项工作能早则早、抓紧抓实，保证足够力度；强化系统思维，注重各类政策和改革开放举措的协调配合，放大政策效应。
- 要紧抓关键环节完成好明年经济工作重点任务，针对需求不足的突出症结，着力提振内需特别是居民消费需求；针对制约发展的深层次障碍和外部挑战，坚定不移深化改革扩大开放；针对产业转型升级的瓶颈制约，推动新旧动能平稳接续转换；针对企业经营中的关切诉求，加强政策支持和优化监管服务；针对重点领域风险隐患，持续用力推进风险处置。要大力提升抓落实的效能，充分调动基层积极性主动性创造性，持续优化营商环境，更好凝聚推动高质量发展的合力。

统一思想 紧抓落实

- 要加强党对经济工作的领导，坚持干字当头，增强信心、迎难而上、奋发有为，确保党中央各项决策部署落到实处。
- 要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事。坚定不移惩治腐败，保持公平公正的市场环境、风清气正的营商环境。坚持求真务实，坚决反对热衷于对上表现、不对下负责、不考虑实效的形式主义、官僚主义。
- 统筹发展和安全，抓好安全生产，有效防范和及时应对社会安全事件。
- 增强协同联动，反对本位主义，形成抓落实的合力。加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导，提升政策引导力、影响力。

谢 谢！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

深度解读中央经济工作会议精神，CMF专题报告发布

12月15日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第95期）于线上举行。

本期论坛由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**杨瑞龙**主持，**聚焦“中央经济工作会议精神解读”**，来自学界、企业界的知名经济学家**刘元春、杨瑞龙、毛振华、张斌、鲁政委、邢自强、于泽**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**于泽**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、经济形势分析与目标

二、政策取向与实施建议

三、重点任务与政策建议

一、经济形势分析与目标

本次会议明确指出，当前经济运行呈现出总体平稳、稳中有进的态势。高质量发展正在稳步推进，经济社会发展目标任务预计将顺利完成。预计2024年我国经济增长率约为5%，对全球经济的贡献率接近30%。在全球经济增长贡献中，我国依然扮演着最大的稳定器角色，对全球经济具有核心的牵引作用。今年我国就业、物价、国际收支基本保持平衡，外汇储备维持在3.2万亿美元以上。会议反映出中国经济在2024年实现了总体平稳的发展态势。

会议指出，2024年新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险得到有序有效化解，民生保障得到扎实有力的实施。一方面，我国经济实现了平稳运行；另一方面，在新质生产力的牵引下，现代化产业体系建设取得进展，更好统筹了发展与安全，为中国式现代化的发展奠定了坚实基础。这些经济成绩的取得，得益于党中央的坚强领导，特别是在二季度和三季度经济面临新情况和新问题时，9月26日政治局会议果断部署了一系列增量政策，有效提振了社会信心，促进了经济的明显回升。因此，可以感受到9月份政治局会议后部署的一揽子增量政策对经济企稳起到了积极作用。

2024年的主要问题在于狭义基建增速放缓和房地产的深度调整，更为显著的问题是消费，尤其是商品消费的相对疲软。数据显示，2024年前三季度消费对GDP的贡献率从2023年的82.5%下降至49.9%，其中商品消费长期处于较低水平，前三季度商品零售增速仅约3%，与疫情前相比出现了显著下降。

在2024年二季度和三季度经济出现的新情况和新问题背景下，9月26日的政治局会议部署了一系列增量政策。这些政策针对中国经济的三个主要问题进行了有针对性的部署，并取得了显著成效。截至10月份，社会消费品零售总额增速为4.8%，较9月份上升了1.6个百分点。商品零售消费的提升尤为显著，增长了1.7个百分点。这一增长的背后，一个重要因素是9月份以后“以旧换新”政策的进一步全面实施，到目前带动相关商品销售超过1万亿。此外，从10月份至今，房地产市场显示出止跌企稳的迹象，尤其在交易量和价格两个维度上。1-10月份狭义基建投资增速为4.3%，比9月份加快了0.2个百分点，这是自今年3月份以来的首次回升。

在二、三季度面对新情况时，党中央的部署有效稳定了中国经济，实现了稳中有进的发展态势。

中央经济工作会议在全面科学总结2024年经济成绩的基础上，进一步分析了2025年我国经济发展环境。评价中国经济应保持客观、全面和冷静的态度。会议明确指出，2025年我国经济将面临诸多风险与挑战，尤其是外部环境变化带来的不利影响加深，以及内部的内需不足等问题。**尽管如此，会议认为，中国经济的基本面向好，其稳定性、优势、韧性、潜能及长期向好的支撑条件未发生改变。**这些条件包括我国的制度优势、国内超大市场规模、产业链的完整性以及人力资源从数量到质量的提升等等。因此，在面对风险与挑战时，我们应正视困难，坚定信心，并充分发挥优势，寻找解决问题的方案。

中国经济光明论并非忽视所面临的困难，而是在直面挑战的同时，认识到中国经济的支撑条件和基本趋势保持不变。光明论的核心在于，依托这些条件和趋势，在党中央的领导下，我们可以将优势转化为经济发展的效能。因此，对于2025年，我们应继续全面、客观、冷静地评估中国经济，并在此基础上坚定信心，进一步发挥已有优势。

2025年是需要特别关注外部风险的一年。中国宏观经济论坛团队在其热点报告和四季度年终报告中对此进行了深入讨论。在这些讨论中，我们团队回顾了特朗普1.0时代建立的对华全面打击框架，并分析了其竞选期间提出的新政策主张。因此，2025年我们必须聚焦外部环

境可能带来的影响，并做好相应的对冲准备。

对于特朗普2.0时代的潜在影响，一方面要关注其关税政策的具体影响，更要主要到本次的诸多新变化。与特朗普1.0时代相比，特朗普在本轮执政初期即迅速完成了主要内阁成员的提名，这一速度为1968年以来最快，预示着其政策实施可能全面提速。因此，政策执行的时间和节奏可能会比1.0时代更加紧凑，关税政策的执行方式也需进一步考量。同时，要特别关注特朗普提名的人选。与1.0时代相比，特朗普此次组阁显示出本质差别。在1.0时代，特朗普更多被视为商人和政治新手。而在本轮，特朗普在美国国内政治基本盘不断扩大，联合了硅谷科技力量、美国制造业力量以及新兴华尔街力量，形成了相对全面的国内联盟。这种执政基础意味着本轮对世界经济的冲击不仅体现在关税上，还可能体现在全球产业链的进一步加速重构、监管政策竞争等方面。因此，特朗普2.0时代对中国经济的冲击会比关税更为多领域，并带来更多不确定性。基于此，我们必须聚焦中央经济工作会议提出的关注点，即未来需继续关注外部环境可能带来的不利影响。

面对国际国内新挑战的同时，本次会议确定了2025年工作的基本目标，旨在发挥国内优势。**会议明确提出，2025年的目标是保持经济稳定增长、就业和物价总体稳定、国际收支基本平衡，并促进居民收入与经济增长同步。**这一目标反映了对2025年经济形势的科学、准确、全面评估，既考虑了挑战，也考虑了国内长期向好的趋势。面对挑战，**核心词为“稳”，即稳增长、稳就业、稳物价、稳国际收支平衡。**基于这一精神，建议2025年的经济工作目标以“稳”为主，与2024年的工作目标基本相近。具体而言，建议将国内生产总值(GDP)增长目标设定在5%左右，同时考虑到大学毕业生人数的增加和退休高峰的叠加，以及正在实施的延迟退休政策，城镇新增就业人数维持在约1200万，以保持就业的基本稳定。同时，建议将居民消费价格涨幅目标设定在3%，这一目标更多是努力的方向。

本次会议特别强调了2025年的工作应以目标为导向，致力于实现经济增长的稳定、就业的稳定以及物价的合理回升。我们认识到，关注目标能够引导我们发现解决方案，而过分单纯聚焦问题则可能导致我们只看到挑战。因此，2025年的经济工作必须以目标为引领，以“稳”为核心，通过积极进取，将经济的潜力转化为活力，并利用中国经济的规模优势来抵御潜在的外部风险。在这一宏观背景下，我们需要明确具体的政策方向和措施。

二、政策取向与实施建议

如何在明年的新形势下稳增长、稳物价、稳就业，实现优化组合？在给定目标导向和给定明年经济形势后，本次会议提出了明年工作的总体要求。

2025年要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

明年的工作总体要求强调了“稳中求进，积极进取”的重要性。面对风险挑战，我们必须坚持稳定这一主线，但这种稳定不应是保守的，而是要通过积极进取和实施更加积极有为的政策来实现。创新是稳定中国经济的关键，这在本次中央经济工作会议上得到了特别强调。在政策取向上，明年的工作坚持稳中求进，以进促稳，守正创新，先立后破，系统集成，协同配合。这一总体思路与去年经济工作会议上提出的稳中求进，以进促稳，先立后破相一致，但今年特别强调了守正创新的重要性。这要求要继续发挥好传统产业优势，加快新兴产业的发展。当前，中国经济的稳定在很大程度上依赖于以房地产为代表的传统产业调整速度与新兴产业的调整速度差。房地产行业及其上下游产业链约占中国经济的21%。与此同时，战略性新兴产业占13%。因此，我们既要推动战略性新兴产业的新动能，也要稳定传统产业的动能。从13%到21%的差距，即8个百分点，是稳定经济的关键，也是我们工作的重点方向。

做到稳中有进需要进一步以超常规的思路，充实政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。

第一，财政政策更加积极有为。会议明确提出明年将提高财政赤字率，以确保财政政策持续发力。基于提高财政赤字率的大方向，建议明年的财政赤字率可考虑安排在3.8%至4%之间。考虑到中国经济体量目前已超过130万亿，以及明年可能面临的就业压力和企业经营困难，财政政策需更加有力。同时，考虑到可能的外部冲击，建议明年财政赤字相对今年增长约1.5万亿，据此，明年的财政赤字率可安排在4%左右。

会议明确指出了财政支出的加强方向。一是增发超长期特别国债以持续支持“两重、两

新”项目；二是增加地方政府专项债券的发行和使用，并扩大其使用范围。基于上述精神，结合明年可能面临的挑战，建议增发超长期特别国债约1万亿人民币。同时，建议增加地方政府专项债券额度5000亿人民币。增发的特别国债要重点考虑“两新”领域。2024年以旧更新对消费的拉动效果显著，明年需进一步扩大范围和力度。此外，1万亿特别国债的增发还将用于补充商业银行资本金，旨在激发商业银行活力并防范风险。

综合上述建议，，明年增加3万亿左右的财政支出可以有效对冲外部风险。在执行中，，关键在于债务化解对地方政府的约束。随着地方政府隐性债务的逐步正规化，虽然为地方政府舒缓了压力，但短期内可能会产生冲击。隐性债务原本隐藏在水面之下，地方政府可以采用隐性手段进行账务操作。一旦这些债务公开化，地方政府必须完成付息，这要求地方政府的现金流从隐性支出全面转变为显性支出。鉴于当前地方政府财力相对紧张，这一转换期将带来一系列新的挑战。因此，明年如何妥善处理债务化解过程中的衔接问题，将是考验财政政策的关键维度。

第二，货币政策适度宽松。在执行中，针对明年如何进一步降息降准的讨论，我们提出以下建议：首先，建议降低存款准备金率至少1个百分点，以较大幅度释放流动性。其次，降息相对来说要更加谨慎，幅度不宜过大。一方面，降息对经济的传导机制尚需进一步疏通。另一方面，目前商业银行的净息差处在历史较低水平。考虑到中国经济正处于深度结构转型期，商业银行资产质量存在恶化风险，金融风险是明年必须重视的问题。因此，在降息决策上需要更加审慎，以确保金融稳定并支持经济的平稳转型。在降低准备金率的空间上相对比降息空间更为充足，所以我们建议降息幅度要适当，降低准备金率的幅度可以适度进一步加大。

第三，政策协同。本次会议特别强调了强化政策组合拳的重要性，这一点在去年的经济工作会议上也得到了反复强调。发挥好政策组合拳的效果体现在两个维度：1.发挥好党的集中统一领导作用，通过集中统一领导确保政策执行中避免合成谬误和分解谬误。2.政策传导机制的变化会导致政策效果脉冲化。因此，会议提出必须储备新的政策手段，并通过进一步疏导传导机制落实好政策。

三、重点任务与政策建议

面对明年可能加剧的外部不利冲击，2025年第一项重点任务是通过扩大内需对冲经济风

险。对冲策略的核心在于提振消费和扩大有效投资。在提振消费方面，本次会议提出了实施提振消费专项行动的计划，包括为中低收入群体增收减负，通过“两新”政策稳定大宗商品消费，发展消费新场景，如首发经济、冰雪经济和银发经济。为了做好提振消费工作，建议提高税收优惠。例如将“以旧换新”政策与阶段性个人所得税抵扣相结合，将汽车更新等阶段性纳入个人所得税抵扣范围。此外，考虑到国内个人所得税税率在国际上处于较高水平，且长期未变，建议降低税率以减轻中产阶层的负担。最后，鉴于一二线城市中许多家庭仅有一人工作，建议个人所得税征收模式逐渐转向以家庭为单位，允许纳税人选择以个人或家庭为主体的征收方式，以降低家庭税收压力。

在投资领域，本次会议明确提出将大力推进城市更新。在城市更新过程中，许多项目受到现有城市规划的限制。因此，建议同步城市更新与城市规划更新，为城市更新创造更优的盈利机制。

在发展第二项重点任务是发展新质生产力。要特别注意综合治理“内卷式”竞争。内卷式竞争的存在不仅与总需求不足有关，也与供给端的结构性问题紧密相连。以新质生产力为导向，通过产业升级是摆脱内卷式竞争的关键途径。在新质生产力的发展中，构建新型生产关系至关重要。新型生产关系的核心在于如何更好地协调政府与市场的功能，尤其是要充分发挥市场的出清功能和优胜劣汰的调整功能。在利用数字技术和绿色技术改造传统产业中，。当前的改造重点在于降低成本、提高效率和增强管控能力。未来，改造应更注重通过绿色技术和数字技术来实现价值创造，并进一步开发新的主导产品。这一过程将催生新的主导产业，从而真正形成新质生产力。

第三项重点任务是做好改革牵引。在此过程中，需坚持两个“毫不动摇”的原则，即国有企业和民营企业的共同发展。要特别关注资本市场建设。消费的引领作用至关重要，居民财富效应是其中的关键因素。深化资本市场改革尤为关键，长期资金入市的同时，应重视上市公司质量的提升。通过打造优质上市公司，聚集改革红利于中国股市，引领长期资金入市。

第四项重点任务是扩大开放稳外资稳外贸。明年的核心取向为国际收支基本平很。贸易项下相对稳定，而资本项下则面临更多挑战，稳定外资成为关键需求。中央经济工作会议明确提出，将继续推进“投资中国”品牌建设，强调有序扩大自主开放和单边开放，这不仅展现了对中国经济的信心，也彰显了中国经济对全球的强劲牵引力。

第五项重点任务是防范重点领域的风险。房地产领域是公众讨论的热点，预计到2025年，金融风险可能会更为突出。在金融业进入资产质量调整期，金融机构面临的风险将加大，金融风险防控能力亟需进一步增强。

第六项重点任务是进一步做好城乡统筹。关键点在于充分发挥县城和都市圈在城乡融合中的综合作用。

第七项重点任务是优化战略区域布局。要进一步发挥经济大省的引领作用，并鼓励其他地区因地制宜发展新型生产力。通过这种差异化的发展策略，构建新的区域经济增长极。

第八、九项重点任务是进一步推动绿色发展，以及做好民生工作。

通过对2025年九大任务的梳理，关键在于执行力度，确保党中央的决策得到有效实施。中央经济工作会议特别强调了落实的重要性，将其置于核心位置。首先，需要进一步集中思想，以党中央对形势的科学判断为指导。其次，全面贯彻明年的政策取向，并注重目标的引领作用。最后，必须针对每项任务的重点环节进行精准把握，这些环节也是工作突破的关键点。

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

中国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**提到，**传统的稳健货币政策已转变为积极的货币政策，并与积极的财政政策相结合，形成了一种双宽松的政策框架。**这种政策组合在过去未曾被提出，具有重要的意义。尽管我们不应简单模仿西方的财政货币化路径，即通过印制货币来解决问题，但仍需关注货币政策工具、监管工具与财政政策紧密结合所带来的变化。这种协同作用在当前背景下显得尤为重要。因此，我们期待采取超常规的措施以应对当前的经济挑战。

会议指出，我国政府债务处于可控范围内，但在特定历史时期面临周期性压力。**当前讨论的焦点已转向逆周期调节，即如何改变经济下行趋势。**为此，需要采取前所未有的力度，突破以往经济上升期形成的政策边界和思维定势，大胆运用财政工具。财政工具的核心在于债务工具的使用，因为在财政收入和支出范围难以迅速调整的情况下，不宜大幅增加税收或减少支出。因此，扩大政府债务能力成为必要手段。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，综合来看，即便政策方向明确，但若刺激总量仍停留在几千亿人民币的水平，短期内恐难以立竿见影地实现社会民生全面改善、地方政府良性运转及物价与资产价格预期回归正循环等三大目标。因此，这一轮政策调整仅是一个开始，而非终点。**随着对通缩问题的认识进一步深化，政策力度与结构性发力方向仍需持续加码，以确保经济能够有效突破当前困境，步入良性发展轨道。**

随着对通缩问题的认识不断深化，以及社会民生问题的不断反馈，政策制定者有必要进一步探讨超常规手段，以实现经济的全面复苏与社会稳定。**将三个可能的重点政策发力方向，称为“新三大工程”：解决房地产库存堰塞湖、充实社保体系、调整生育政策。**“新三大工程”的每一项政策都涉及巨额资金投入，但其核心目标是面向社会保障、福利消费需求端以及人口政策端的结构性发力。这些政策的设计能够避免传统供给侧投资可能带来的产能过剩问题，同时与当前强调超常规政策、打破政策惯性的方向高度契合。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**指出，本次经济工作会议的亮点主要表现在以下几个方面：1.对新形势、新规律进行的深入研判和总结，并系统梳理当前面临的新问题、新挑战和新现象。2.在“9.26”政治局会议精神指导下，对增量政策的进一步明确，确立了稳增长的新目标和新定位。3.进一步明确了**积极财政政策和适度宽松货币政策**的内涵，为宏观政策的具体定位提供了明确的框架及相应措施。4.**将消费放在重中之重**，并提出了新的举措，特别是消费专项行动的新提法。5.中央经济工作会议将投资效益提升至重要位置，这凸显了中国意图在短期内解决当前问题的决心。6.**首次在新质生产力中把内卷式竞争规范政府和企业行为纳入其中**，使新质生产力的发展能够因地制宜并落到实处。7.提出了六大标志性改革举措，旨在配合提振信心并落实三中全会提出的300项改革措施。8.进一步强调了房地产风险管理的重要性，并提出新型城镇化战略作为加速房地产回稳的中期布局。9.将单边开放纳入到逆全球化应对举措中。

市场的解读多种多样，正确引导市场预期至关重要。若市场参与者未能形成统一且正确的理解，可能会导致执行上的偏差。**因此，核心问题在于如何促进超常规逆周期政策的内涵，并深化对更加积极财政政策的理解，以及如何将其与过去的调控实践相对应，以提出2025年乃至2026年中期的财政布局举措。**此次超常规政策不仅体现在力度和工具上，还体现在期限上。面对的挑战包括房地产调整、中美贸易冲突、战略性新兴产业优化、地方债务和地方政

府职能改革等问题，这些均非短期问题，而是中期挑战。因此，逆周期政策的调整不能仅仅局限于年度布局，而应有更长远的考量。

中国社科院世经政所副所长**张斌**指出，**要摆脱当前需求不足的环境，最重要的引领性政策应聚焦于信贷和投资。**需求不足的局面通常是由收入、支出和信贷之间的负向螺旋循环所导致。在支出中，投资是快速变化的变量，而消费则变化较慢；在收入中，企业盈利是快速变化的变量，劳动者收入变化较慢；信贷本身也是一个快速变化的变量。分析宏观经济数据，消费不景气的根源并非人们不愿意消费，而是由于收入预期的下降。劳动者收入增长速度的下降，归根结底是由于社会总支出水平的下降，这导致了劳动者收入、企业盈利和政府税收的全面下降。进一步探究，房地产投资和政府支出（尤其是与基础设施相关的投资）的下降，以及对房地产和地方融资平台信贷的大幅减少，是导致全社会支出水平下降的主要原因。这种下降进一步影响了劳动水平，进而导致企业员工收入下降，最终导致消费的减少。

理解这一逻辑后，可以得出结论，**要作为逆周期政策尽快走出负向循环，引领力量应是投资和信贷这样的快速变量，而非消费这样的慢变量。**这并不是否定消费的积极作用，扩大消费的措施是长期且必要的。例如，扩大消费应作为长期的制度性政策来实施，如通过每年增加对民生和低收入群体收入的支持，进行保障性投资。这种政策不是短期行为，而应逐年增加，形成长期的结构性制度性安排。

兴业银行首席经济学家**鲁政委**谈论了对这次中央经济工作会议四个方面的认识，概括为“四新”。**第一个新，激发消费新境界。**消费和收入有关，同时也受制于供给，特别强调居民收入净增长与刺激消费政策的同步性。在刺激消费的同时，不应忽视降薪的潜在影响。**第二个新，关注投资新领域。**投资在刺激上具有更强的确定性，投资的对象应该根据经济发展阶段，有不同的着力点。**第三个新，赋予央行新任务。**探索拓展中央银行宏观审慎和金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定，金融市场包括股票、债券、外汇市场、商品期货市场等。**第四个新，赋予股市新气象。**这次会议强调了对股市的要求，打通中长期资金入市的卡点堵点，增强资本市场制度的包容性和适应性。

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**杨瑞龙**提到，本次中央经济工作会议提出了“稳中求进，以进促稳”的总方针，体现了政策制定的前瞻性和针对性。会议尤其强调了“稳”字，同时以更积极的姿态实现“以

进促稳”。**为实现明年及后续年度的总体经济目标，会议明确推出了短期、中期及长期相结合的“政策组合拳”，形成了清晰而有力的政策取向。**

在短中期政策方面，本次会议明确提出实施“更加积极的财政政策”，这一表述在以往“积极财政政策”的基础上进一步强化了政策力度的必要性；会议提出从此前的“中性货币政策”转向适度宽松的货币政策，这标志着政策取向的重要调整；为确保逆周期政策的实施效果，会议强调了政策取向的一致性，指出要系统化推进各类经济政策。在中长期政策方面，推动结构性改革与经济转型，提升潜在增长，包括：新旧动能转换，因地制宜发展新质生产力；全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体系；城乡融合与乡村振兴等。

突破传统定势思维，构建超常规逆周期政策新体系

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在CMF宏观经济热点问题研讨会（第95期）上的发言

一、本次中央经济工作会议具有里程碑意义

今年以来，围绕如何走出目前的困局展开了大讨论，国家政策经过两年的试探和选择开始形成了一系列新共识。这次中央经济工作会议无疑是对过去两年的政策实验以及各种讨论的一个最全面的总结，这个总结体现了我们党不断进行理论创新和实践创新的实事求是精神品格。一系列新目标、新政策框架、新政策举措反映了我们打破传统理性面对新形势、新问题的决心和信心。中国的宏观经济政策打破传统思维定势，它所蕴涵的新思维、新逻辑、新框架和新举措开启了应对新常态新阶段科学、理性应对各种新问题的新体系。

二、经济工作会议有九大值得关注的亮点

认识到本次经济工作会议的亮点对于准确把握本次会议精神至关重要。会议提出的措施是一个综合性方案，旨在针对特定问题提供系统的新解决方案。这些亮点主要表现在以下几个方面：

亮点1.对新形势、新规律进行了深入研判和总结，系统梳理了当前中国经济面临的新问题、新挑战和新现象。从7月30日至9月26日，政治局对这些问题进行了全面审视。尤为重要的是对新形势下做好经济工作的新规律进行了梳理。本次中央经济工作会议提出的“五大统筹”十分重要，体现了党中央对于规律性认识进一步深化。其中，统筹有效市场与有为政府的关系尤为关键。尽管这些概念并非新词，但在当前背景下，其内涵都已赋予新意。新内涵强调政府必须发挥积极作用，但过去频频出现内卷性招商引资、非规范性执法以及流动性不足条件下地方政府行为的变异，出现大量乱作为的行动。所以，走出现在的困局，不仅需要宏观经济政策的宽松，同时必须高度重视规范政府行为，以提振地方政府行动的信心和激励。此外，有效市场的概念亦不容忽视。当前，市场失灵问题频发，尤其是在资本市场定价失灵方面。这种统筹旨在应对市场端和政府端出现的新现象和新问题。特别是当前“低价格”现象产生的宏观原因和微观原因都既根源于政府端，也根源于市场端。

以统筹增量与存量的关系为例，传统的工作重点多放在增量上，如三驾马车和 GDP 等数据指标。然而，存量的变化对增量会产生影响的，例如资产端出问题会导致财富效应和资产负债表效应，进而影响到有效需求的不足。在处理地方政府债务问题时，我们在负债管理的同时必须对资产端进行调整，采取资产负债总体管理体系和理论思维。因此，在短期宏观调控中，将资产价格和资产负债表纳入管理思维之中就变得尤为重要。

“必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序。必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力。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”。这五大统筹是我国政策框架进行转型和再定位的重要标志，是对当前学界就新理论、新框架、新范式内涵所进行的讨论的一个全面总结。邢博士刚才提到这次中央经济工作会议在打破传统思维上已见端倪。我认为，中央经济工作会议对五大统筹的总结标志着打破传统思维已进入到体系化阶段了。新理论、新框架、新范式的核心内涵需要学界在中国场景下进行更深入的理解和解读。

亮点2.在“9.26”政治局会议精神指导下，对增量政策的进一步明确，确立了2025年稳增长的新目标和新定位。这些目标包括稳增长、稳就业、稳物价以及国际收支平衡。虽然，在往年这些目标被视为常规目标，但在当前环境下，它们却变得非同寻常，需要采取超常规手段来，以实现稳中求进。2025年政策定位明显倾向于超常规的逆周期政策，而去年常态化逆周期政策与强调跨周期政策的结合。与过去几年政治局会议所确定的逆周期与跨周期政策并行的情况不同，当前政策全面强调了超常规与逆周期政策的重要性。这反映了在非常态化环境下，常规目标需要超常规的政策来实现，这一点对于理解和执行政策至关重要。

亮点3.进一步明确了积极财政政策和适度宽松货币政策的内涵，为宏观政策的具体定位提供了明确的框架及相应措施。政策的具体内涵对市场预期的引导十分重要。相关内容两会政府工作报告将给与公布。其中关于财政赤字规模的突破、国债市场的功能、货币政策工具的创新、宏观审慎监管对金融市场功能的关注、货币政策对于物价水平的关注等方面都表明中国财政政策和货币政策框架在债务观、货币观的调整下将出现框架性的突破，从而为稳增长提供新的超常规逆周期调整。

亮点4.将消费放在重中之重，并提出了新的举措，特别是消费专项行动的新提法。该行动旨在通过民生建设促进收入增长，进而推动消费，与第九大重点工作任务相匹配，形成了

促进消费的新策略。这一策略通过管理资产负债表，特别是稳定房产市场、股市和预期来稳定消费，考虑到白领阶层对资产负债表变化的敏感性，这对消费行为的影响尤为重要。在原有的“两新”基础上，消费专项行动全面扩容，从全国层面推进。因此，该行动将居民消费扩张置于政策优先位置，成为2025年政策工具的核心亮点。财政和货币政策均以此攻坚战为落脚点。

亮点5.首次在宏观调控中将“投资效益”置于核心，体现了宏观经济政策着力点的调整。尽管今年1-10月份基建投资同比增长4.3%，但中央对基建投资的投入在各个项目上均达到两位数增长。然而，地方政府由于收入和流动性限制，导致地方基础设施建设出现萎缩。这种萎缩是由于投资效益全面下滑，投资收益无法覆盖成本，进而导致债务累积的结果。因此，对中国传统的投资总量、结构和体系进行深入反思和调整显得尤为重要。**中央经济工作会议将投资效益提升至重要位置，这凸显了中国宏观经济要改变重投资不重消费，重规模不重收益的政策取向，说明宏观经济必须**最终要落脚到投资收益的提升之上，通过提升投资效益和投资收益，增强增长动力和大循环动力。这标志着政策的重要转变。

亮点6.首次在新质生产力中把内卷式竞争、规范政府和企业行为纳入其中，使因地制宜发展新质生产力落到实处。同时，针对当前面临的内卷式招商引资和企业过度投资于过度进入行为，提出了进行系统治理。这些问题尤其在战略性新兴产业中转化为新型产能过剩，成为当前市场出清调整的核心障碍，必须从制度层面给与清理。

亮点7.提出了七大标志性改革举措，旨在配合提振信心，并落实三中全会提出的300项改革措施。改革的实施应有序进行，区分轻重缓急，并抓住改革的窗口期。在压力增大的情况下，改革的动力也随之增强。因此，尽管2025年面临诸多挑战，促进稳定的关键是在系统性和深层次的改革上下功夫。这些改革举措主要集中在国有企业、民营经济促进法、统一大市场、财税体系、平台监管、资本市场以及规范执法等七大领域，这些领域对于解决当前资源配置信心低迷的关键问题至关重要。

亮点8.进一步强调了房地产风险管理的重要性，并提出新型城镇化战略和城市更新等举措作为加速房地产回稳的中期布局。该战略涉及对房地产流动性的进一步宽松，以及通过政府大规模收储来解决房地产库存和市场流动性回收等系统性问题。鉴于当前农民工市民化的规模很大，对保障性住房要求很多。一旦全面实施以农民工市民化为核心的新型城镇化可以

利用大量房地产库存来提供房源，从而使房地产调整的力度将达到一个新高度，进一步加速房地产市场的筑底反弹。

亮点9.将单边开放纳入到应对中美冲突和各种逆全球化的举措之中。单边开放不仅包括签证政策，还包括市场和产品等多方面的开放。这要求我们进一步理解贸易多元化，并在打造中国投资品牌方面采取新措施，利用开放政策来对冲美国的霸凌行为和孤立主义。

这些亮点是我们应把握的重点，因为它们与以往的政策不同，展现了宏观经济政策中的新思维、新逻辑和新框架，同时也显示了此次宏观调控具有里程碑意义。

三、需进一步解读专业性、学术性问题

市场的解读多种多样，正确引导市场预期至关重要。若市场参与者未能形成统一且正确的理解，可能会导致执行上的偏差。**因此，核心问题在于如何深入理解超常规逆周期政策的内涵，深化对更加积极财政政策的理解，以及如何将其与过去的调控实践相对应，以提出2025年至2026年中期的财政布局举措。**此次超常规政策不仅体现在力度和工具上，还体现在期限上。面对的挑战包括房地产调整、中美贸易冲突、战略性新兴产业优化、地方债务和地方政府职能改革等问题，这些均非短期问题，而是中期挑战。因此，逆周期政策的调整不能仅仅局限于年度布局，而应有更长远的考量。

未来两年内面临着逆向因素及其不确定性，这些因素已被广泛认知。不确定性的根源在于行为的博弈性，尤其是中美之间的冲突需要通过大量的谈判和国际谈判技巧来解决。因此，超级博弈性使得不确定性更加复杂，这要求我们强化底线思维，强化政策储备，并加强对黑天鹅和灰犀牛等冲击因素的应对。对超常规政策内涵的理解必须清晰，它不仅在规模上超常规，也可能在应变能力和授权体系上具有超常规特点。鉴于宏观运行体系环境的变化，政策渗透的力度和方式也需要变革。例如，2020年超长期特别国债和专项债基层直达就是方式上的超常规。在这些方式上，超常规政策的内涵应超越过去二十年欧美提供的理论框架，正视中国机制体制的新变化，以及经济发展中的弹性和韧性基础，重新设计具有中国特色的超常规政策实施体系和相应的指标体系。这将是下一步研究的重点，包括对宽松货币政策的界定，以及是否需要从通胀盯住制转向名义 GDP 盯住制等关键问题。

短中长期应对“组合拳”，实现以进促稳目标

杨瑞龙 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

以下观点整理自杨瑞龙在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第95期）上的发言

刚刚闭幕的中央经济工作会议对于坚定信心、凝聚共识、做好明年经济工作意义重大。在“坚定信心”的前提下，同时也直面当前经济所面临的实际困难。这种信心的基础在于，过去一年特别是9月份以来，中央推出了一系列增量政策，推动中国宏观经济实现了总体平稳运行，我国经济长期向好的发展态势未发生根本性改变，韧性依然强劲，经济趋稳的物质基础扎实，为未来发展奠定了稳固的信心基础。

同时，中央经济工作会议直面当前宏观经济面临的诸多挑战。今年二季度以来，中国经济面临一定的下行压力，导致经济下行的原因来自多个方面：**短期因素是由周期性性因素导致的经济下行，主要是内需不足，具体包括消费需求与投资需求的双重疲软。中期因素主要表现为资产价格下降导致的经济下行，集中体现在房地产市场与资本市场的调整，尤其是楼市下行导致资产价格下跌，进一步对居民、企业和地方政府的资产负债表造成负面影响，从而引发了市场预期的走弱。长期因素则源于结构性=因素导致的经济下行，传统增长动能逐渐减弱，包括改革红利、全球化红利、人口红利和工业化红利的衰减，而新增长动能尚处于培育阶段，潜在增长面临较大压力。**此外，国际外部环境的不确定性也增加了经济下行的风险，特别是“特朗普2.0”贸易政策可能对中国外贸带来的冲击和不确定性影响。

针对上述复杂形势，本次中央经济工作会议提出了“稳中求进，以进促稳”的总方针，体现了政策制定的前瞻性和针对性。会议尤其强调了“稳”字，同时以更积极的姿态实现“以进促稳”。为实现明年及后续年度的总体经济目标，会议推出了短期、中期及长期相结合的“政策组合拳”，形成了清晰而有力的政策取向。

一、短期政策：超常规逆周期调节政策，全方位扩大内需

针对当前内需不足的突出问题，本次中央经济工作会议提出了明年将实施更加积极有为的需求管理政策，全方位扩大内需，逆周期政策突出“超常规”特征。

首先，在财政政策上，本次会议明确提出实施“更加积极的财政政策”，这一表述在以往“积极财政政策”的基础上进一步强化了财政政策力度与强度。具体而言，会议明确指出需突破传统的3%财政赤字率约束，预计明年财政赤字率将上调至3.8%-4%左右。此外，为加大财政刺激力度，将增发超长期国债，并增加地方政府专项债券的发行与使用规模，以有效缓解地方政府债务压力并推动重点领域的投资与支出。一般来说，在逆周期调节中，财政政策相比货币政策可以更加直接有效刺激总需求。

其次，在货币政策上，向市场传递了更加明确的信号，那就是从过去多年地位的“中性货币政策”转向“适度宽松的货币政策”，这标志着政策取向的重要调整。具体措施包括通过降准、降息等工具，保持市场流动性合理充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，进一步支持实体经济发展。这一调整旨在与财政政策形成合力，共同发挥逆周期调节作用，稳定宏观经济运行。

此外，**为确保逆周期调节政策的实施效果，会议强调了要强化系统思维，注重各类政策和改革开放举措的系统配合，特别是要保持财政、货币、产业、就业等经济政策及与非经济政策取向的一致性，**避免政策间的“合成谬误”，确保政策的精准性与有效性，放大政策效应。同时，会议强调要完善政策工具箱，提升宏观经济政策的前瞻性、针对性和执行效率，从而更好地应对当前内需不足的挑战。总体而言，与以往相比，本次会议在逆周期政策的强度、力度与速度上均有所突破。

二、短中期政策：从政策驱动的复苏向市场自主复苏转变

本次中央经济工作会议还对明后年乃至更长一段时间的应对政策作出了安排，并**通过一系列短中期政策的实施，逐步实现从政策驱动的复苏向市场自主复苏的转变，其核心在于修复资产负债表，稳定预期，以实现经济的内生稳定增长。**

1、提振消费

本次中央经济工作会议特别强调了提振消费需求的重要性。相对来说投资是快变量，消费是慢变量。提振消费需求既需要出台一系列短期政策，如通过财政起到向居民家庭发放消费券、“以旧换新”促消费等，更要出台一系列中期政策提振消费，包括收入政策、就业政策、社会保障政策及民生的改善政策，也可以通过消费结构调整等途径提升消费质量。

2、稳楼市稳股市

资产价格的变化会限制影响企业的投资行为、家庭的消费行为及地方政府的财政收支平衡。房地产行业作为支柱产业对中国宏观经济的整体运行具有举足轻重的影响，过去几年房地产市场的下行对经济基本面形成了显著拖累。房地产价格的持续下跌导致了居民、企业和地方政府资产负债表弱化，再加上股市一直在地位运行，资产价格的下行拉低了企业的投资需求，弱化了家庭的消费需求，同时也大大减少了地方政府土地出让金的收入及相关税收收入，导致地方政府财政亏空现象比较普遍。因此，稳增长就需要稳楼市、稳股市。

3、稳外贸外资

过去几年，在投资、消费、外贸“三驾马车”中我国进出口增长、进出口占世界的比重一直表现得相对稳定，为我国经济趋稳作出了贡献。同时，扩大外资规模及引进外资的质量对于我国经济高质量发展仍然非常重要。未来实现“以进促稳”的目标需要继续发挥外贸外资对宏观经济的重要作用。目前，全球贸易环境的不稳定性以及地缘政治风险的加剧，特别是特朗普2.0版贸易战可能带来的冲击，可能明后年给中国外贸和外资引进带来了不确定性。为应对当前外部环境的不确定性，本次中央经济工作会议明确提出进一步扩大高水平对外开放，强调了自主开发、单边开放、制度性开放和进一步深化“一带一路”构建。其中特别是单边开放和制度性开放，充分表明了我国坚定进一步对外开放的信心与决心，这无疑能够进一步对冲特朗普2.0版贸易战对中国经济不确定性的影响。

4、稳定预期

市场中的每个行为人都是有理性及判断力的，他们会在事情发生之前，根据已有的信息、经验和判断，对未来的情况或结果进行预测和估计，这就是所谓的预期。毫无疑问，预期在宏观经济治理中具有重要的作用，它直接会影响市场主体未来的选择行为及对宏观经济政策的反应，从而影响宏观经济政策的预期效果。预期也会影响市场主体对未来的信心，一旦市场预期趋弱并形成负向循环，不仅会削弱宏观政策的效果，还可能进一步加剧经济下行压力。因此，预期管理也是优化宏观经济管理的重要内容。稳增长需要稳预期，稳预期关键是要提振市场信心。同时，宏观管理部门需要确保政策的稳定性和连续性，向市场发送确定性政策信息，避免政策频繁调整所导致的不确定性。此外还要进行一些制度上的改善，比如落实《民营经济促进法》，通过稳预期激发微观主体活力。

5、防范风险

会议特别强调防范风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线，这一任务的重要性将贯穿2025年乃至随后几年。当前面临的一些风险，主要包括房地产市场下行引发的系统性风险，与楼市相关的金融风险特别是中小金融机构的风险，以及地方债务风险等。

三、中长期政策：深化改革，推动新旧增长动能转换，提高潜在增长率

稳增长既可以通过逆周期调节政策刺激总需求，推动实际增长率逼近潜在增长水平，也可以通过结构性改革挖掘新增长动能提高潜在增长水平。这次中央经济工作会议部署了一系列中长期政策，推动中国经济持续稳定增长。

1、新旧动能转换，因地制宜发展新质生产力

当前，中国已进入中等收入发展阶段，人均 GDP 在2021年达到1.2万多美元左右。**根据国际经验，当人均 GDP 达到1万美元左右时，经济增速通常会面临不同程度的下行压力。中国当前经济下行的重要原因之一也正是由这一结构性因素所导致的规律。如何突破中低收入陷阱，关键在于发挥旧动能的余威，同时培育新的增长动能，提高全要素生产率，推动经济高质量发展。以提高潜在经济增长水平。**旧动能主要包括改革红利、全球化红利、人口红利和工业化红利，这些传统增长动能依然具有余威，需要进一步发挥，而新动能的挖掘则尤为关键，如推动创新驱动发展发展、提振消费能力与水平、加速新型工业化进程、实现经济结构转型、推进新型城镇化、稳固供应链产业链并提升结构性效益、挖掘结构性人口红利、高水平对外开放、进一步深化经济体制改革等。这些新动能一旦得到有效开发与释放，与旧动能的余威形成协同效应，中国经济在较长时间内保持5%左右的增长率是完全可行的。这也从根本上支撑了中国经济长期向好、韧性充足的物质基础。

实现新旧动能的转换和新增长动能的培育，是当前面临的重大任务之一。会议明确指出，**科技创新是引领新质生产力发展的核心抓手，要以科技创新为引领，建设现代化产业体系，推动高质量发展。**这一过程中，关键在于推动创新与产业深度融合，特别是实体经济与数字经济的协同发展，以及人工智能技术的广泛应用等。通过这些举措，有望实现经济结构的转型升级和消费水平的升级，进而推动经济迈向高质量发展轨道。

2、全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制

全面深化改革不仅是激发微观主体活力的关键，也是构建“微观放得活、宏观管得住”高效经济治理体系的必要途径。无论是新旧增长动能转换、全要素生产率的提高还是高质量经济发展都必须以进一步深化经济体制改革为前提。深化改革的核心目标是构建高水平的社会主义市场经济体系，让市场在资源配置中发挥决定性作用，更好发挥政府作用，从而在微观上“放得活”，在宏观上“管得住”。党的二十届三中全会为构建高水平社会主义市场经济体制设定了一个明确的时间表，即到2029年全面完成各项改革任务。鉴于这一改革目标的艰巨性和系统性，必须要以“钉钉子”的精神，“真刀真枪”推进改革，确保改革举措落地生根。

3、城乡融合、乡村振兴、区域战略及绿色发展

中央经济工作会议还强调在未来几年要统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；加大区域战略实施力度，增强区域发展活力；协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。

从总体部署来看，本次中央经济工作会议强调了“稳中求进、以进促稳”的总方针，并围绕这一方针制定了短、中、长期相结合的政策组合。短期内，重点在于实施超常规的逆周期调节政策，以应对当前需求不足的挑战；中期内，政策聚焦于提振消费需求、修复资产负债表以及稳定房市股市与外贸外资；长期来看，则通过新旧动能转换、深化改革以及城乡融合与绿色发展，实现经济结构的优化升级与潜在增长率的提升。一个好的政策能否产生好的预期效果还与政策的贯彻执行有关。中央经济工作会议强调，要自觉用党中央对形势的科学判断统一思想、统一意志、统一行动，既把握大势、坚定信心，又正视困难、保持清醒。坚持干字当头，增强信心、迎难而上、奋发有为，确保党中央各项决策部署落到实处。

突破常规思维，出大招、抓落实

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95期）上的发言

近日召开的中央经济工作会议（以下简称“会议”）对当前中国经济总体形势的判断非常准确，既肯定了我国经济社会发展来之不易的成绩、经济体巨大的优势与韧劲，以及在全球风云变幻中的竞争力，同时也看到了我国经济运行中客观存在的问题，更重要的是会议回应了当前微观主体的期待。过去我们在宏观经济运行上采取了很多措施，但针对微观部门实体感受的措施不足、力度较弱，导致“宏观数据尚可、微观实感较差”。在岁末年初这样一个特殊时期，此次会议回应了微观主体的期待，有效提振了微观主体信心，为经济社会发展注入活力，对2025年经济发展起到非常好的基础作用。关于会议内容，我认为有以下三点值得重点关注：

一、会议进一步明确消费需求的重要性，将“大力提振消费”置于首位

三大需求中，过去的政策更倾向于出口和投资，针对消费的政策力度不足。出口方面，得益于过往政策的支持，中国现在依然保持着强劲的出口优势。近年来，尽管中国出口面临重重困难，如中国自身经济结构的调整，以及美国主导的全球产业链重构，在全球经济市场规模有限的情况下，却依然保持了较高的出口增速。**投资方面，**为应对2008年全球金融危机，中国在投资上花了较大力气，加之当时投资效率较高，使得中国经济在较短的时间内触底回升，并在全球衰退时实现了错峰发展。但投资是把“双刃剑”，在短期属于需求范畴，但从长期看，投资形成的生产能力决定了供给，可能引发产能过剩的压力。另外基建投资也是有限度的，一片土地上基建密度有限，过度和太超前的基建项目会降低社会资源配置效率。**消费方面**，过去我们也做了一些工作，但力度远不如投资和出口。此次会议也指出消费需求是当前经济增长的短板，并从官方层面明确消费需求，特别是居民消费需求是我国经济增长的主要动力，后续需“大力提振消费”，“全方位扩大内需”。

提振消费要从收入端入手，十万亿现金补贴可提升居民可支配收入，提振消费。消费是收入的函数，扩大消费需求的核心是扩大收入来源。如果不在收入端上采取措施，消费问题

还是难以解决。我曾经提出“中国经济企稳需要三个‘十万亿’”，其中第一个“十万亿”就是十万亿现金补贴，提升居民的信心和消费能力。虽然此次会议并未提到要发放现金，但基于我自己长期研究的判断，还是建议要向消费者发放现金。发放现金是最直接、最快速到达需求最大的居民部门的一种方式，能够有效提振信心、扩大内需、刺激经济。

二、会议将资产价格和商品服务价格放在同等重要的位置，明确要稳住楼市股市

我早在2022年就提出要关注价格，因为价格是整个经济运行的晴雨表，是宏观经济运行的重要信号。这个价格不仅包括商品和服务价格，还包括资产价格。此次中央经济工作会议首次提出要“稳住楼市股市”，将资产价格和商品服务价格的回升置于同等重要的地位，向社会传递出清晰的信号，也是给政府决策机构和执行机构一个清晰的目标，要求其拿出切实可行的措施来实现这一目标。

稳房价可以防止居民财富进一步缩水，降低财富效应对消费的负向影响。目前，房地产行业下行叠加居民资产负债率高企，导致很多居民的财富受到了很大冲击。2008年金融危机爆发前，我国居民部门宏观杠杆率（居民总负债/GDP）不及20%，目前已经到达了近70%，16年增长了近3倍，居民负债规模从5.7万亿增长至80万亿，增长了13倍[1]，增长速度是非常快的。我国居民近六成的资产都集中在房产上，因此房价下行导致居民财富缩水，对居民部门的影响非常大，尤其对于贷款购房的中低收入家庭来说，加上目前还面临着较大的就业和收入压力，可能会导致这些家庭逐渐趋于贫困，严重影响消费和社会稳定。因此，要加大力度稳定房价。

稳房价要从供需两端入手，供给端要暂停除了保交楼以外的新增供地和新开工，向市场传递出清的信号；需求端要从保障房入手，财政发力通过十万亿资金补贴推动保障房顺价销售。9月政治局会议后，住建部出台了一些方案促进房地产市场止跌企稳，方向是对的，但从市场反应来看政策力度还不够。我认为可用十万亿财政资金补贴购买保障房和加快存量出清，这是第二个“十万亿”。这十万亿要用在需求端，用于补贴保障房销售，而不是用于供给端。虽然政府收购存量房可以减少库存，但收购过程面临成本收益不匹配、项目推进难度较大等问题，不如将资金用于补贴保障房顺价销售效果更好，既可以增加住房需求，也可以消化存

[1] 数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）

量商品房。这部分资金应该来源于财政，通过减税腾挪资金，如减免一年的房地产交易印花税，在这一年内买卖住房无需缴纳印花税，限期交易可以提升房地产交易活跃度，进而带动房价止跌回升。

股市仍有增长的基础，并在本轮经济反弹中起到了先锋模范作用。基于我国企业现实情况，并结合长达十几年我国经济增长情况来看，我国股票指数还有10%-20%的增长空间。在本轮经济反弹中，得益于央行、证监会出台的多项措施，股市起到了先锋模范作用。9月24日金融支持高质量发展新闻发布会召开，央行宣布“下调存款准备金率和政策利率”，提出与证监会共同创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展，并特别指出互换便利和股票回购、增持再贷款在首期落地后还可以搞第二个、第三个，这些措施极大提振了市场信心，新闻发布会当天上证指数收涨4.15%，并在随后的交易日里连续大涨。尽管近期股市表现回归冷静，但央行、证监会所做的这些工作值得其他部门认真思考与借鉴。

三、会议强调财政和货币政策“双松”格局，加强超常规逆周期调节

会议强调财政和货币政策的协同性，财政政策要“更加积极”，货币政策要“适度宽松”，形成了财政和货币政策的“双松”格局，这是前所未有的力度，释放更加积极的信号。从历史看，为应对全球金融危机带来的经济下行压力，2008年11月国常会提出货币政策“适度宽松”，当年年底和2009年底的中央经济工作会议延续“适度宽松”基调。此后我国货币政策均保持“稳健”或“稳健中性”，此次会议时隔14年再次提出“实施适度宽松的货币政策”，释放了非常积极的信号。当然我们不能简单照搬西方财政货币化的老路，由印钞来解决问题，但面对财政和货币政策定调的变化，以及加强货币、财政、监管政策协同性的要求，我还是非常期待有超常规的措施出来。但值得注意的是，部分政府职能部门的表态和现行措施仍然还是基于常规思维，对政策力度的理解不够深入。虽然经济管理部门应保持政策的稳定性，但面对当前形势，面对中央关于经济部署的调整，还是应该紧跟步伐，拿出更大的力度和更强的决心去制定和执行政策。

会议对政府债务的认识更加积极，在扩大政府债务的同时要注重资金流向。在当前居民消费疲弱、企业投资意愿低迷、私人部门资产负债表持续收缩的特定的历史时期，我们不应被经济上行期、经济形势比较好的时候制定的所谓政策边界和传统思维所禁锢，要大胆使用财政工具，以前所未有的力度改变经济下行趋势。由于税收收入和财政支出金额短期内无法大幅变动，因此财政工具要以债务工具为核心，进一步发挥政府债务的作用。在私人部门扩

表意愿不足背景下，政府要承担起债务扩张的作用，采取比较激进的加杠杆措施来带动居民和企业部门的消费与投资。虽然决议并没有明确债务扩张后的资金流向，但我认为政府债务资金要流向最紧缺的地方，也就是要清偿地方政府拖欠企业的款项。目前部分地方政府并未严格履行合同的付款义务，很多基建工程、PPP 项目，以及公共设施、污水处理等领域均有很多政府应付款项没有支付到位，影响了企业正常的生产经营和投资活动，同时也损害了政府信用。因此，要一次性采取力度较大的措施，清偿地方政府拖欠企业的款项。当然这个量级比较大，根据我们的测算，大概有11到15万亿。对此，我提出**可以进行十万亿债务置换，清偿地方政府拖欠企业账款，这是第三个“十万亿”**。通过这十万亿的债务置换，既能够清偿拖欠企业款项，让企业恢复正常的生产经营活动，也能维护政府信用，同时由于是债务置换，也不扩大地方债务总额，一举多得。

总的来看，中国经济仍然处于深度的周期调整中，面临的问题有很多，今天谈的三个问题是其中最清晰重要，且亟需在短期内解决的。除疫情带来的短期冲击外，中国经济还面临一些中长期的结构性、周期性问题，大国博弈与地缘政治增加外部环境的不确定性、营商环境改善与企业家信心提升需要政策进一步呵护、党的二十届三中全会提出的改革举措需尽快落地。中央经济工作会后，我们应该对明年的经济工作充满信心，但经济修复的关键还是要抓落实。此次会议对明年的经济工作进行了全方位部署，在我们中央高度权威的经济体系下，相信我们能顺利实现明年的经济目标。同时，要狠抓落实，这是政策实施的基础。我认为有关政府部门应当及时调整思路，突破常规思维，与中央决策保持步调一致，花大力气抓落实，一定要把达到政策目标作为明年各个部门的政策基础。当然，抓落实除了需要政府出台配套措施，也需要企业界、民众的多方合力形成共振。相信在中央经济工作会议精神指引下，抓落实、加油干，一个好的前景就会出现在明年年尾的数据上，对这一点我充满期待。

信贷和投资在逆周期政策中的引领作用

张斌 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自张斌在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第95期）上的发言

一、需求不足与扩大消费的主流认知

在探讨当前需求不足问题时，流行的看法是需求不足主要是消费需求不足。从需求结构来看，中国的消费需求占比相对较低。尽管这一现象在学术界存在一定争议，主要源于不同统计方法的差异，但即便经过统计调整，中国的消费占比仍然偏低。如果需求不足主要是消费需求不足，扩大需求的重点便是扩大消费。这个说法对吗？

首先，提高消费占比无疑是必要的，扩大消费需求对于优化经济结构、提升总需求水平具有重要意义。仅通过“以旧换新”政策或拓宽消费应用场景，在短期内发挥一定的积极作用，**但稍微拉长点时间看来看，这些措施仍显不足。**要实现消费需求的持续增长，需要从两个关键方面入手。**第一，提高居民收入水平，尤其是中低收入群体和社会弱势群体的收入水平，增加相应的社会福利保障支出。**过去，在这一领域的政策支持力度仍存在一定的欠缺，需要通过财政和社保体系的进一步完善来弥补。**第二，提高消费并不单纯依赖于收入水平的提升，还需要着力解决消费支出中的成本、价格和可得性问题。**以农民工群体为例，尽管其在城市中的收入水平总体上并不低，但其无法在城市扎根安家，难以享受城市居民的生活条件，主要原因在于两个方面：一是子女教育资源的可得性问题尚未得到有效解决，二是城市住房成本过高，缺乏有效的住房支持政策。

扩大消费需求的政策设计需要特别考虑农民工及其他流动人口群体，制定更有针对性的公共管理和公共服务配套政策，要推进土地政策和行业市场准入的相关改革。比如保障性住房供给，优化土地供应政策，完善公共服务配套等。

二、信贷与投资：逆周期政策的引领力量

扩大消费很有必要且有利于改善中长期经济结构和资源配置，但是这并非是走出当下需求不足的最重要、最具引领性的政策。**要走出当前需求不足的局面，关键在于通过信贷和投资实施引领性政策。**

当前的需求不足的根源在于收入、支出和信贷三者之间形成的负向螺旋循环。支出中的“投资”属于快变量，而“消费”是慢变量；收入中的“企业盈利”是快变量，而“劳动者收入”则是慢变量；信贷本身也是快变量。回顾近年来宏观经济数据的演变，消费疲软的根本原因并非居民“有钱不花”，而在于收入预期的下降。劳动者收入增速的放缓，归根结底源于社会总支出水平的下降，导致企业盈利、劳动者收入以及政府税收的下滑。

总支出水平的突然下降主要受房地产投资和地方政府政府基建支出的收缩影响，而这些投资下滑又伴随着房地产信贷和地方融资平台信贷的显著萎缩。因此，投资与信贷这两个“快变量”的下降成为需求不足的核心驱动因素，进而引发收入与消费的进一步下滑。如果要在短期内通过逆周期政策打破这一负向循环，仅依赖消费这一“慢变量”显然难以发挥引领性作用。相反，投资与信贷作为“快变量”具有更强的引导力量，通过大规模的投资与信贷扩张，可以快速拉动社会总支出，进而带动企业盈利和劳动者收入的恢复，最终促进消费的稳定增长。

这并非否定扩大消费的重要性。事实上，扩大消费占比是长期结构性政策的核心内容，例如通过增加社会保障支出、提高低收入群体的收入水平等举措，逐步提高消费占比。然而，这类政策具有长期性和持续性，需要每年持续加大投入，比如今年投入2万亿，未来逐年增加至2.2万亿、2.4万亿等，以实现稳步推进。**而信贷与投资作为逆周期政策工具则不同，其作用具有阶段性和针对性，需在特定时期加大力度进行集中实施。**例如，要想走出当前的需求不足局面，新增投资与信贷的规模需达到5万亿至10万亿，而非仅仅局限于2万亿的温和刺激。当经济实现恢复，支持信贷和投资的逆周期政策便可逐步退出。

信贷与投资这两个快变量在逆周期政策中应当发挥引领作用，通过快速拉动全社会收入与支出水平，从而带动消费与劳动者收入这两个“慢变量”恢复增长。

三、公共部门投资：需求不足的应对路径

当前关于投资空间与投资收益的担忧具备一定合理性，但需要进行更深入的反思与调整。**首先，打破需求不足局面的关键并非依赖私人部门投资，而是通过公共部门投资引领经济复苏。公共部门投资主要集中于公益类基础设施和公共服务配套领域，这类投资并不会带来产能过剩问题，因为其不直接增加制造业的生产能力。**

从现实情况来看，中国在铁路、公路、机场、电网等硬件基础设施领域已经取得了显著成就，部分领域甚至超过了发达国家水平。然而，服务于民生的公共建设仍存在较大短板，与发达国家相比差距明显。例如，图书馆、体育场馆、博物馆、音乐厅包括城乡接合部很多配套基础设施建设的人均拥有量远低于发达国家水平，大部分城市的万人拥有量不到发达国家的1/10。

值得注意的是，尽管中国市场化程度较高的商用建筑在设计规划质量上已有显著提升，逐渐接近发达国家水平，但公共建筑与公共设施的设计与建设水平仍存在较大差距。从城市面貌的细微之处可以看到问题所在，例如，2000年以前建设的老旧住宅，无论是在外观维护还是功能设计上都亟待改造。这些领域的投资空间巨大，不仅能够提升城市生活的整体质量，还能缩小与发达国家之间的差距，满足人们对美好生活的向往。

此外，针对农民工进城后的生活服务配套，如保障性住房、教育资源分配以及医疗基础设施等方面，政府需加大投资力度。这些投资对于促进流动人口在城市的安居乐业具有重要意义，有助于扩大消费需求，增强经济内生动力。与此同时，城市更新与老旧危房改造也是当前亟需推进的重点领域，不仅能够改善城市的居住环境，还能通过投资拉动经济增长。

综上所述，当前公共部门投资仍具有广阔的空间，尤其是在改善民生、提升城市基础设施与公共服务水平方面。这类投资不仅能在短期内有效提升需求水平，打破当前需求不足的困局，更能为长期扩大消费、改善资源配置奠定坚实基础。

中央经济工作会议的“四新”

鲁政委 兴业银行首席经济学家

以下观点整理自鲁政委在CMF宏观经济热点问题研讨会（第95期）上的发言

刚刚闭幕的中央经济工作会议，其中有许多“新”亮点。前面各位专家已经讲了不少，让我受益匪浅，我就不再全面讨论了，而是想主要着眼于其中的“三新”谈谈认识。

一、激发消费新境界

有效需求的基础是收入，同时还受制于供给约束。**在收入方面**，中央经济工作会议（以下简称“会议”）要求，促进居民收入增长和经济增长同步，适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。收入既依托于就业，也依托于财产性收入，对于前者，会议要求“促进重点群体就业”，加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障；对于后者，明确要求“稳住楼市股市”。**在供给方面**，会议要求“创新多元化消费场景，扩大服务消费”。**人们对于实物的消费总是有限的，消费扩张潜力更大的是在服务消费方面，但我国很多服务消费从归口上都属于科教文卫，其绝大部分还是以“事业”而非“企业”为主体提供的，无论是供给的数量还是丰富程度，都受到一定的制约。未来期待可以“两条腿走路“，在进一步扩大服务领域对外开放的促进下，深化相关改革，既能兜住底限，又可丰富供给，更可增加就业特别是年轻人的就业**。当然，数据显示，年轻人在数字化、媒体、创意、游戏、酒店旅游餐饮等领域的就业比其他领域都要更高。

二、关注投资新领域

从经济发展阶段的角度看，**一个经济体在起飞阶段最为急缺的是制度，在工业化阶段最为急缺的是资本包括基础设施等，在成熟阶段最为急缺的是技术，在大众消费阶段最为急缺的是统一大市场**。因此，**在经济发展的不同阶段，财政政策的着力点也应该随之变化**。目前我国已进入成熟阶段并向大众消费阶段迈进。因此，**财政投资应该及时从传统钢筋水泥的“硬”投资更多转向对科技创新、人口和营商环境等的“软”投资**。从这个意义上说，**财政大力度进行债务置换，将与“规范地方政府和企业行为”一起，显著改善营商环境**。会议要求，加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模

应用示范行动。开展‘人工智能+’行动，培育未来产业。加强国家战略科技力量建设。这些部署将提升我国科技创新能力。科技只有在庞大市场需求支撑下，才能迅速扩散，并最终反哺科技创新的突破。12月5日中办、国办联合发布了**《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，在我看来，这是一份极其重要的文件**。文件要求，未来将从实施智能化市政基础设施建设和改造、推动智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展、发展智慧住区、提升房屋建筑管理智慧化水平、开展数字家庭建设等多个方面，推进数字化、网络化、智能化新型城市基础设施建设。**这一政策预计将为我国相关技术的应用提供广阔空间，并最终引导相关领域在市场需求拉动下持续取得技术创新突破。由此也可以预期，在未来一个时期，数字化、网络化、智能化相关产业链，将会是我国资本市场最为活跃的主题**。“实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。”预计今年我国还将全面推开长护险。这些对“一老一小”的人口投资，既能够在当前提升消费，也能够在长期提升人力资本。

三、赋予央行新任务

会议要求，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，**创新金融工具，维护金融市场稳定**。虽然一直以来，央行实际上都负有维护金融市场稳定的使命，但此次明确提出要求，其意义则是完全不同的，意味着央行被赋予了新的职责使命。“金融市场”至少是包括股票市场、债券市场、外汇市场等在内的。债市、汇市是央行传统的职责范围内，而**股市则是新纳入领域，结合9月24日央行宣布的一揽子政策，这意味着A股市场有了保护期权，由此我们对新的一年里股市的预期完全可以更乐观**。

四、期待股市新气象

会议要求，稳住楼市股市，深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，**增强资本市场制度的包容性、适应性**。“包容性、适应性”是新提法。随着宽基指数和宽基ETF产品逐步部署到位，也为政策当局“创新金融工具，维护金融市场稳定”提供了有效抓手，资本市场未来再出现显著无序负面调整的风险已经消除。

有了政策托底，有了“长钱长投”越来越宽的输入通道这些必要条件，接下来需要关注的就是资本市场是否有能力带来财富效应。而要做到这一点，关键是要落实好“增强发行上市制度包容性、适应性”。过去想法是，通过严谨细致地“审”，以便事前只让“好”公司

上市，上去了也能够一直将“好”保持下去永不落幕。但这是不可能的，“人世有代谢，往来成古今”，在激烈竞争的市场上尤其如此，“好”并非“事前”可以完全把握的，而是在持续的竞争环境中不断捶打由市场筛选出来的，往往只是事后才能够被大众观察到。因此，**观察成熟经济体资本市场的成功经验，就是要建立一种包容性的上市、退市制度，让一个经济体最优秀的企业、最优秀企业的最闪亮时刻，能够在资本市场这个舞台上、能够在资本市场指数这个聚光灯中得到万众瞩目（吸引社会资金投入）。“你方唱罢我登场”，一旦变得暗淡就从指数中退出来，就从股票市场这个舞台上退市下来。这样，资本市场的主要指数就会始终是最优秀公司最闪亮时刻的精华集合，指数里面的具体公司一直都是在动态优胜劣天变化的。这就如同我国古代的“驿道跑马”**，八百里加急速度飞快，路是一条道（如同股票市场）、驿使还是一个人（如同股票指数），但骑的马已经变了（如同个股），马跑累了就立刻换掉（剔除指数乃至退市）。借助“驿道跑马”这种模式，只要愿意上市、股票定价合适有人愿意买的企业，都让它们上市，在其市值、盈利、股价、股权结构等达到一定标准后，就纳入指数，一旦不再符合了就剔除指数，直至最终退市。此时，**股票指数在不断换宝马良驹的模式下，一定会呈现良好上涨态势（甚至会在一定程度上与宏观经济形势脱敏，因为即使宏观经济再差也会有很多好公司），形成持续良好的财富效应，逐步就会让大家养成愿意把一部分储蓄配置资本市场的习惯**。当然，为避免加大上市、退市力度伤及普通个股投资人，**建议先做好投资者适当性制度安排，即要引导普通投资人主要投资宽基指数，避免非专业投资人直接去投资个股**。

会议之后，市场的预期与现实

邢自强　摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第95期）上的发言

一、会议总体解读与市场视角的观察

首先，本次中央经济工作会议释放了积极信号，特别是在财政政策方向上展现出突破固有政策思维，财政政策的发力方向开始由传统的投资驱动逐步转向消费拉动，并提出了探索实施超常规政策的可能性，包括债务重组、社会保障体系改革及房地产去库存等方面。这一系列政策动向显示出打破传统路径依赖的努力，具有重要的积极意义。

然而，从市场视角，尤其是外资企业的反馈来看，虽然会议释放了积极信号，但市场实际上对具体政策规模及实施细节的公布则更为重视。这种期待是可以理解的，因为“打破低物价循环”需要一鼓作气、力度到位，其中的三大步骤具体包括：第一，债务重组以解决存量问题，特别是房地产债务和地方政府债务；第二，推动经济刺激政策，尤其是在促进消费方面发力，而不仅依赖产能扩张和投资拉动；第三，通过结构性改革稳固市场信心。

从“9·24”政策的转向来看，债务重组作为第一步已取得了初步成效，显示出决策层对于经济风险、民生保障及资产价格预期调整的高度重视。本次经济工作会议召开前，官方媒体对经济政策的调整进行了多次舆论铺垫，发布了一系列具有指导意义的社论。例如，新华社在近期社论中再次强调了当前政策调整的根本宗旨，即全面改善社会民生、促进地方政府良性运转，以及引导民众对物价与资产价格的预期重回正向循环。这不仅表明政策目标超越了短期内“保 GDP 增速”的传统思维，更着力于解决更具长期性和系统性的三大核心目标。

因此，可以预见的是，第一轮以地方政府债务化解为重点的政策虽已初步收尾，但这仅是政策调整的开端而非终点。本次中央经济工作会议则进一步吹响了第二轮政策实施的号角，释放增量财政政策。值得注意的是，外资和市场主体高度关注具体政策的“落地规模”与“实施节奏”，而按照以往惯例，中央经济工作会议主要确定宏观政策的总体基调与方向，具体的数字规模与政策细则通常会留待来年三月份的两会期间正式公布。但当前是否应当打破常规，一鼓作气？因此要理解，市场的高度期待与暂时性的政策细节空白之间的落差。

二、当前市场的关切与政策沟通的重要性

虽然中央经济工作会议未公布具体政策规模和细节，但考虑到非常规时期所面临的内外部挑战，会议也因此提出使用超常规手段的必要性，这一点极为重要。

一方面，打破低物价循环需要一鼓作气，以巩固“9·24”政策调整以来所取得的初步成效。自政策转向以来，信心托底的迹象虽有所显现，但基础依然脆弱，亟需政策的连续性和力度支撑。另一方面，外部环境的不确定性加剧了经济下行风险。国际贸易壁垒上升、地缘政治环境日趋复杂，已成为影响明年经济走势的重要外部因素。在这一背景下，等到明年三月两会再公布政策的常规做法，或许难以打消市场忧虑。因此，提前与市场进行有效沟通，释放清晰的政策预期，尤为重要。

其次，市场对明年将公布的政策的力度仍存疑虑。会议基调虽积极，但政策力度是否足以一举打破低物价循环、推动经济重回正向循环，仍需观望。正如方才一些学者所言，在刚过去的周末的中国官方解读中，尚难窥见明确的政策力度。市场研究机构普遍预测，财政赤字率可能从当前水平上调至3.8%-4%，若叠加地方专项债和特别国债，广义财政赤字规模有望扩张至2万亿人民币左右。这一增量刺激虽具有积极意义，尤其是部分资金或将投向消费端领域，例如以旧换新的扩容、提升对低收入群体的社保力度，但从整体规模与具体投向来看，力度依然偏温和。

综合来看，即便政策方向明确，但若总量力度不足，实现社会民生全面改善、地方政府良性运转及物价与资产价格预期回归正循环等三大目标，则仍需要久久为功。随着对通缩问题的认识进一步深化，政策力度与结构性发力方向最终会改善，有效突破当前桎梏，步入良性发展轨道。

三、新三大工程：政策发力方向的建议

随着对通缩问题的认识不断深化，以及社会民生的反馈，政策制定者本次大会提出考虑超常规手段。我不妨探讨三个可能的超常规发力方向，称为“新三大工程”，其旨在从供需两端着力，打破当前的低物价循环，促进经济回归正向发展。

1、解决房地产库存堰塞湖

当前，中国房地产市场正面临显著的库存压力。根据测算，30个省会级城市的新房库存约为300多万套，这些城市大多在过去五年中具有人口净流入特征，并存在保障性住房的真实需求。为应对这一挑战，可以考虑实施“一举两得”的超常规政策，通过中央政府和中央银行的资产负债表回购部分滞销商品房，并将其改造为保障性住房，为农民工和低收入群体提供更体面、更安全的居住条件。这一政策之所以被称为“超常规”，在于其财务收益难以覆盖回购和改造成本，保障性住房的租金回报率通常无法匹配再贷款利率，这就需要从社会保障体系改革的角度出发，重点考量政策的社会效益和共同富裕的外溢效应，而非单一项目的资本收益。此类政策可能耗资两至三万亿人民币，但从国际经验看，世界主要经济体如美国、西班牙、日本等均经历过房地产市场的周期性调整，这些国家房地产市场从高点调整到库存消化进入新稳态的平均周期约为四至五年，尽管个别国家如日本因缺乏有效干预导致调整周期超过十年，而中国目前房地产调整已进入第四年，如果能够通过中央政府与中央银行的积极干预，加速库存消化并推动住房市场的结构性改革，不仅有望使房地产市场尽早企稳，还可以实现改善民生与促进社会公平的双重目标。此外，近期政策信号表明中央决策层已认识到探索超常规政策的必要性，例如政治局会议提出了拓展政策工具箱的方向，中央经济工作会议文本中也强调了中央银行在宏观审慎和金融管理方面的新职能，这些措施为进一步推动房地产库存化解和保障性住房改造提供了可能性。

2、充实社保体系

财政政策的重点需要从过去二十多年形成的“建设端、生产端、供给端”的传统思维转向“社会福利端”，摆脱过度关注基础设施和生产性投资的路径依赖。虽然中国在社会保障福利支出方面已取得显著进步——从2012年的占 GDP 4%提升至目前的8%，实现了翻番——但与全球其他国家相比，这一比例仍存在较大提升空间。尤其在当前世界逆全球化趋势加剧、人口老龄化加速以及城市化增速放缓的背景下，继续增加生产端和供给端的投资，其边际回报率显著降低，而及时将财政资源转向社会保障福利领域，以解决居民预防性储蓄过高、消费不足的问题，显得尤为必要和紧迫。特别是针对约2.5亿农民工落户的社保体系，其长期存在的资金缺口需通过中央财政的兜底来弥补，这是一项规模巨大的工程，需要中央政府进行重大转型。

3、调整生育政策

生育政策的调整既要聚焦对有孩家庭的直接经济补贴，也要通过综合政策工具提升家庭的生育意愿和养育能力。在补贴方面，可以从新生儿阶段至小学阶段为有孩家庭提供较为慷慨的财政支持，以缓解家庭育儿支出压力。同时，这些补贴政策需要与住房政策相结合，例如实施买房契税返还、按揭利率财政贴息等措施，降低育龄家庭的购房成本。此外，还需通过社保养老政策的改革和职场保护政策的完善，为育龄人群提供更稳定的社会保障和职场支持。这些综合性措施的规模一般较大。但通过考察东亚文化圈中其他国家的经验发现，尽管这些国家的总体出生率在长期呈下降趋势，但在采用类似托底政策后，其出生率的恶化趋势得到遏制。中国可以借鉴这一经验。

“新三大工程”的每一项政策都涉及巨额资金投入，但其核心目标是面向社会保障、福利消费需求端以及人口政策端的结构性发力。这些政策的设计能够避免传统供给侧投资可能带来的产能过剩问题，同时与当前强调超常规政策、打破政策惯性的方向高度契合。在中央经济工作会议后，我注意到政策制定层面出现了突破传统思维的积极信号，但市场各方仍对政策具体实施的力度和投向持谨慎态度。尤其是在当前形势下，需要以“一鼓作气”的方式打破低物价循环，通过切实、更加有力的政策以实现三大目标：推动社会民生的全面好转、实现地方政府的良性运转、以及引导公众对物价和资产价格的预期回归正轨。

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1104
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：