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3月）（第77期）

亟待新动能提振的中国宏观经济

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3月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2025年3月（总第77期）

亟待新动能提振的中国宏观经济

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

2025年3月（总第77期）

亟待新动能提振的中国宏观经济

报告人：王孝松

2025年3月19日

2025年3月中国宏观经济报告

目录

1 经济起步平稳，动力仍待加强

2 价格水平仍处于低位

3 景气水平总体回升但有所分化

4 贸易总体平稳，进口下滑明显

5 中国经济面临的机遇和挑战

6 以新动能推动经济持续复苏

1.经济起步平稳，动力仍待加强

- 工业生产较快增长
- 固定资产投资增速回升
- 社会消费品零售增速上升但不稳定

工业生产较快增长

规模以上工业增加值同比增长速度
(%)
10
8
6
4
2
0
7.0
4.5
6.7
5.6
5.3
5.1
4.5
5.4
5.3
5.4
6.2
5.9
2024年1—2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月
12月
2025年1—2月

分三大门类

门类	增长率
采矿业	4.3
制造业	6.9
其中：高技术制造业	9.1
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.1

分所有制

所有制	增长率
国有控股企业	3.7
股份制企业	6.6
外商及港澳台商投资企业	3.2
私营企业	6.7

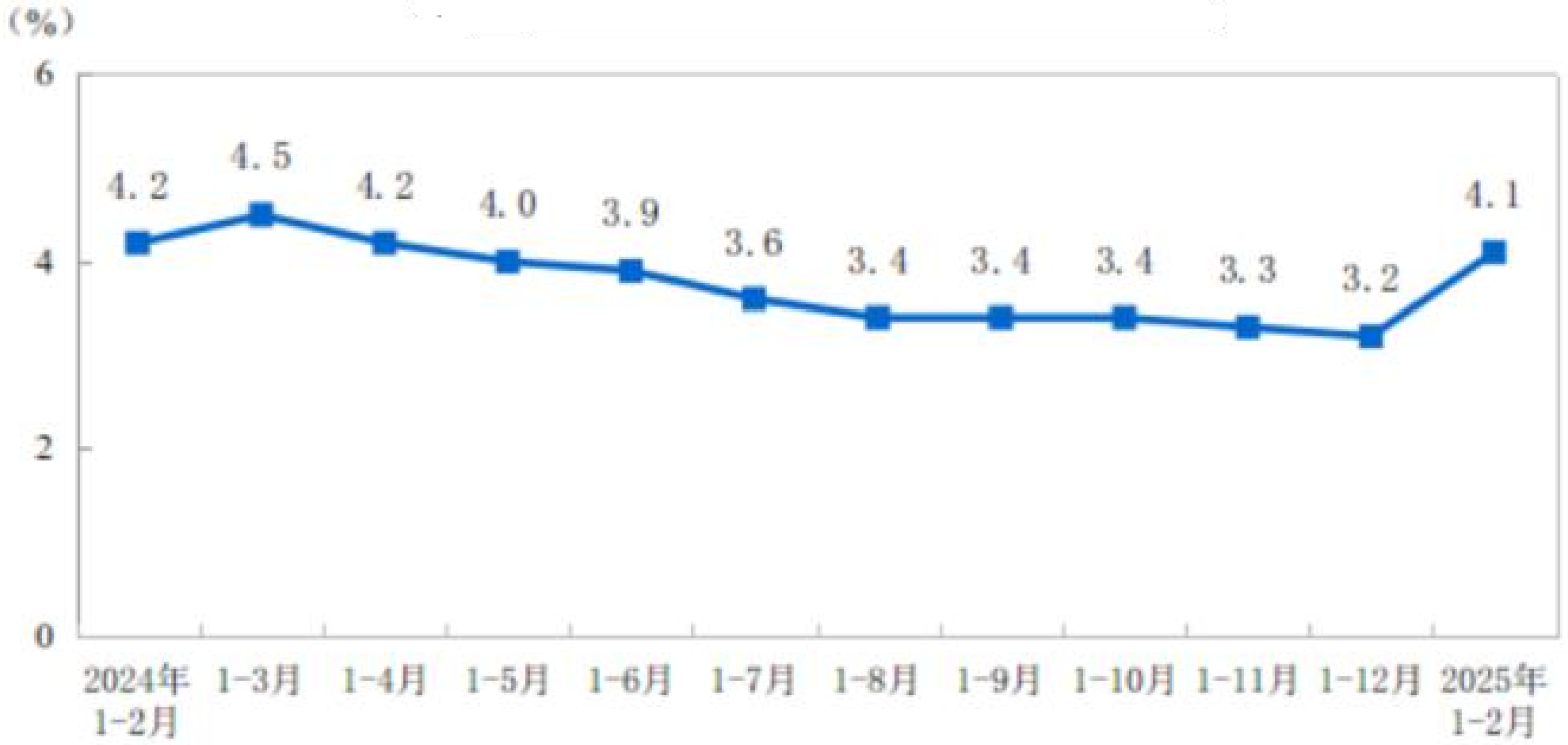
分行业

行业	增长率
农副食品加工业	8.3
食品制造业	5.2
纺织业	7.0
化学原料和化学制品制造业	9.5
医药制造业	-0.1
橡胶和塑料制品业	8.9
非金属矿物制品业	-2.1
黑色金属冶炼和压延加工业	5.7
有色金属冶炼和压延加工业	6.6
金属制品业	11.5
通用设备制造业	9.5
专用设备制造业	3.8
汽车制造业	12.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20.8
电气机械和器材制造业	12.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.6
电力、热力生产和供应业	0.8

1-2月工业增加值特征

- 延续较快增长态势
- 高技术制造业一枝独秀
- 私营经济活力凸显
- 工业产业结构持续向好

固定资产投资（不含农户）同比增速



按来源划分

类型	同比增长率
国有控股	7.0
民间投资	0.0

按构成划分

构成	同比增长率
建筑安装工程	1.1
设备工器具购置	18.0
其他费用	3.6

按产业划分

产业	同比增长率
第一产业	12.2
第二产业	11.4
第三产业	0.7

按行业划分

行业	同比增长率
农林牧渔业	14.0
采矿业	4.7
制造业	9.0
电力、热力、燃气及水生产和供应业	25.4
交通运输、仓储和邮政业	2.7
水利、环境和公共设施管理业	8.5
教育	1.4
卫生和社会工作	-4.3
文化、体育和娱乐业	7.6

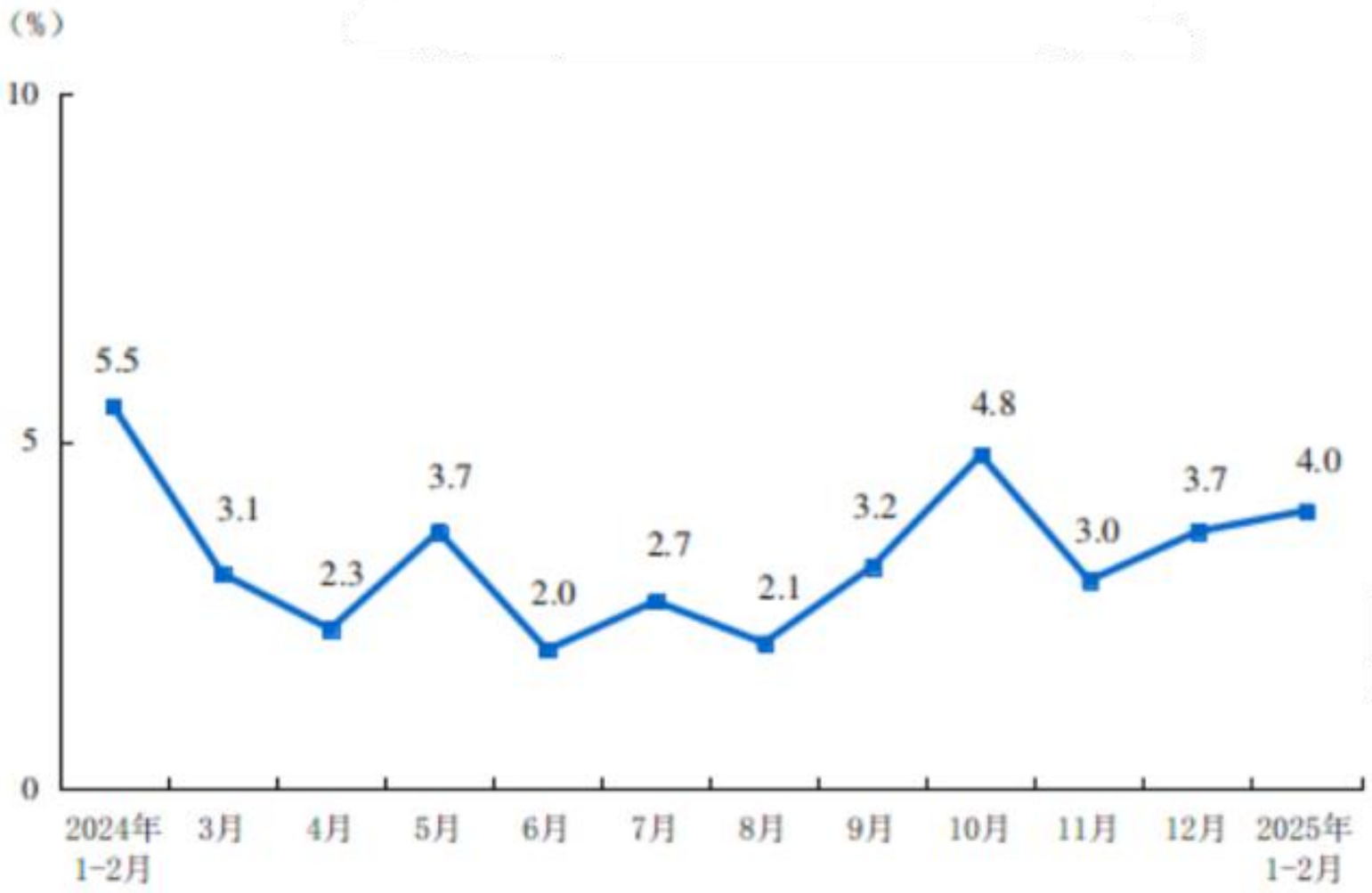
按注册类型

注册类型	同比增长率
内资企业	4.0
港澳台商投资企业	10.1
外商投资企业	-10.0

1-2月固定资产投资特征

- 固定资产投资增速有所回升
- 制造业带动作用明显
- 民间投资动力匮乏
- 外资企业投资信心不足

社会消费品零售总额同比增长率



按类别划分

指标	1-2月
社会消费品零售总额	4.0
除汽车以外的消费品零售额	4.8
限额以上单位消费品零售额	4.3
实物商品网上零售额	5.0

区分经营地

经营地	1-2月
城镇	3.8
乡村	4.6

区分消费类型

消费类型	1-2月
餐饮收入	4.3
限额以上单位餐饮收入	3.6
商品零售	3.9
限额以上单位商品零售	4.4

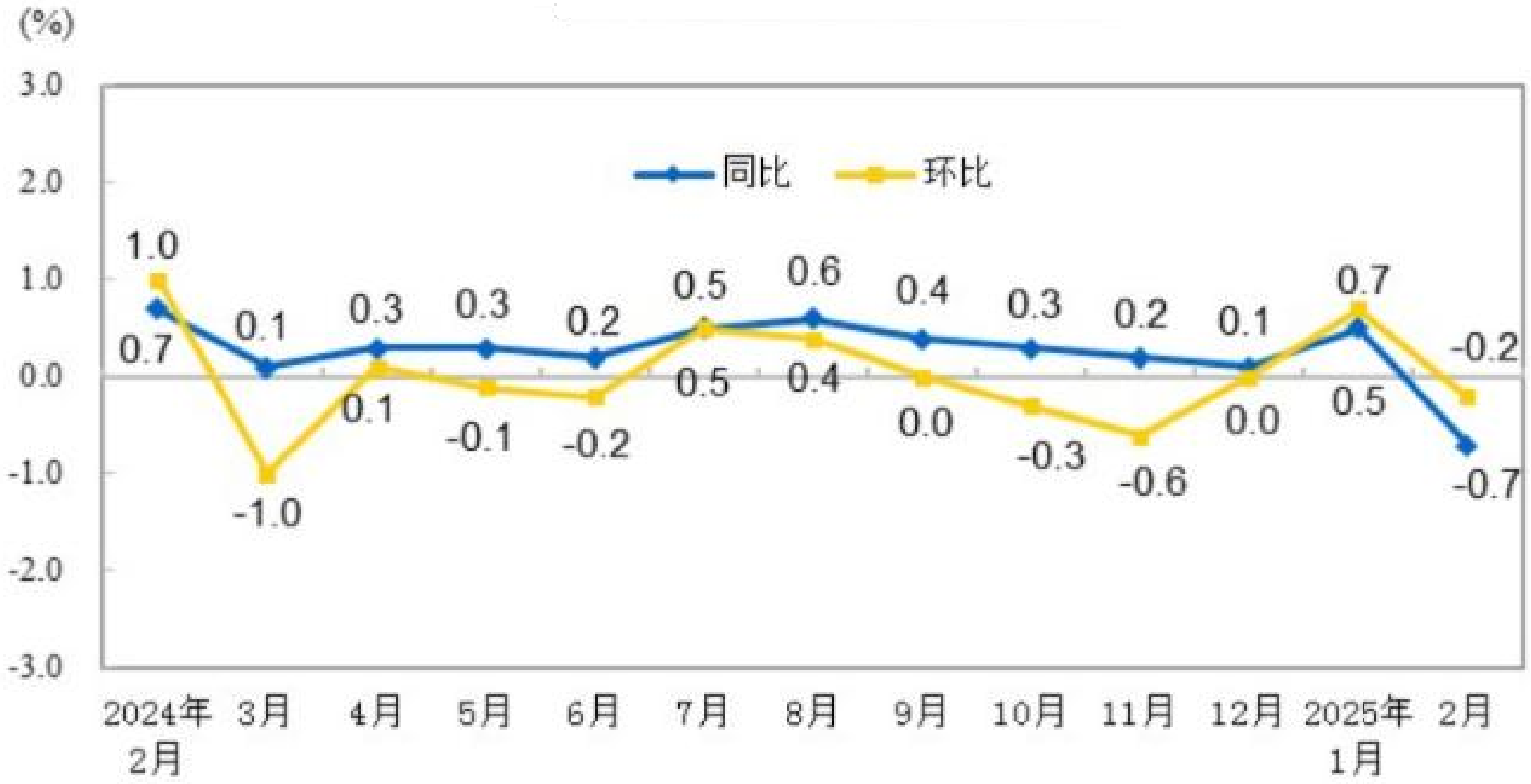
1-2月社会消费品零售总额特征

- 社会消费品零售增速上升但不稳定
- 各业态、各类型的增长较为均衡
- 消费升级趋势明显

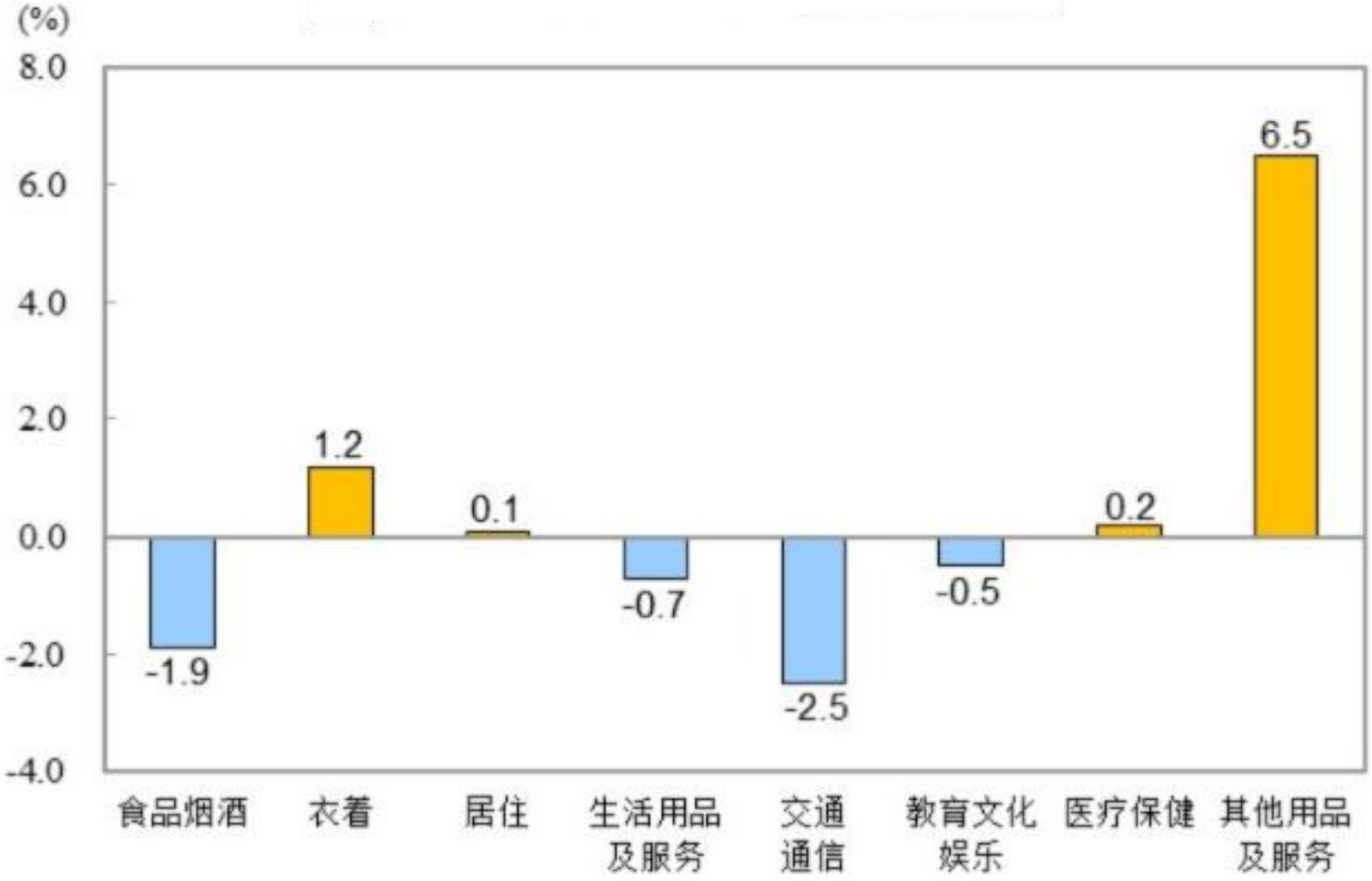
2. 价格水平仍处于低位

- 多种因素交织导致CPI回落
- 供给因素是PPI下降的主要成因

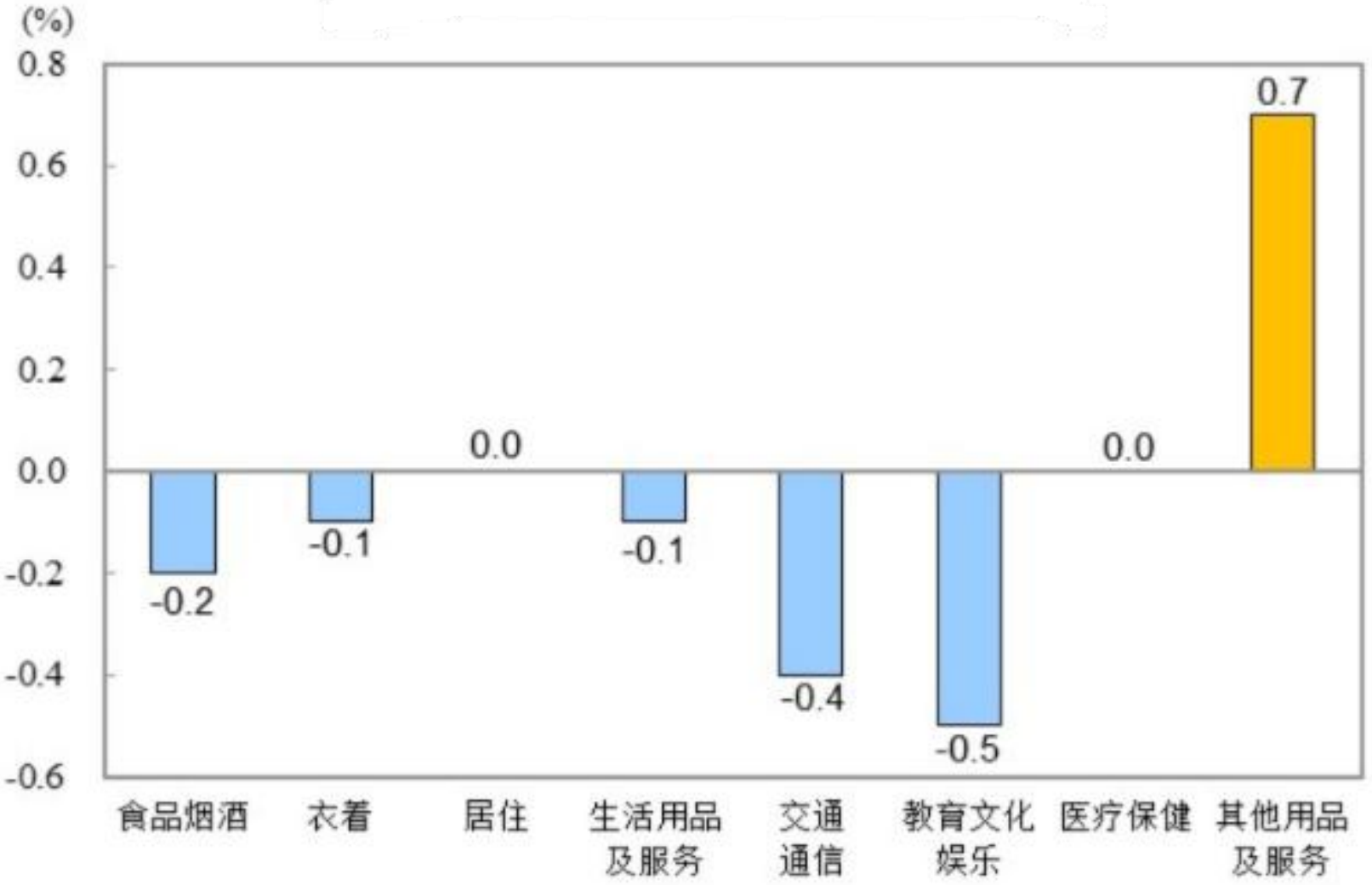
CPI变化率


(%)
3.0
2.0
1.0
0.0
-1.0
-2.0
-3.0
同比
环比
1.0
0.7
0.1
-1.0
0.3
0.1
0.3
-0.1
0.2
-0.2
0.5
0.5
0.6
0.4
0.4
0.0
0.3
-0.3
0.2
-0.6
0.1
0.0
0.7
0.5
-0.2
-0.7
2024年 2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月
12月
2025年 1月
2月

CPI分类别同比变化率（2025年2月）



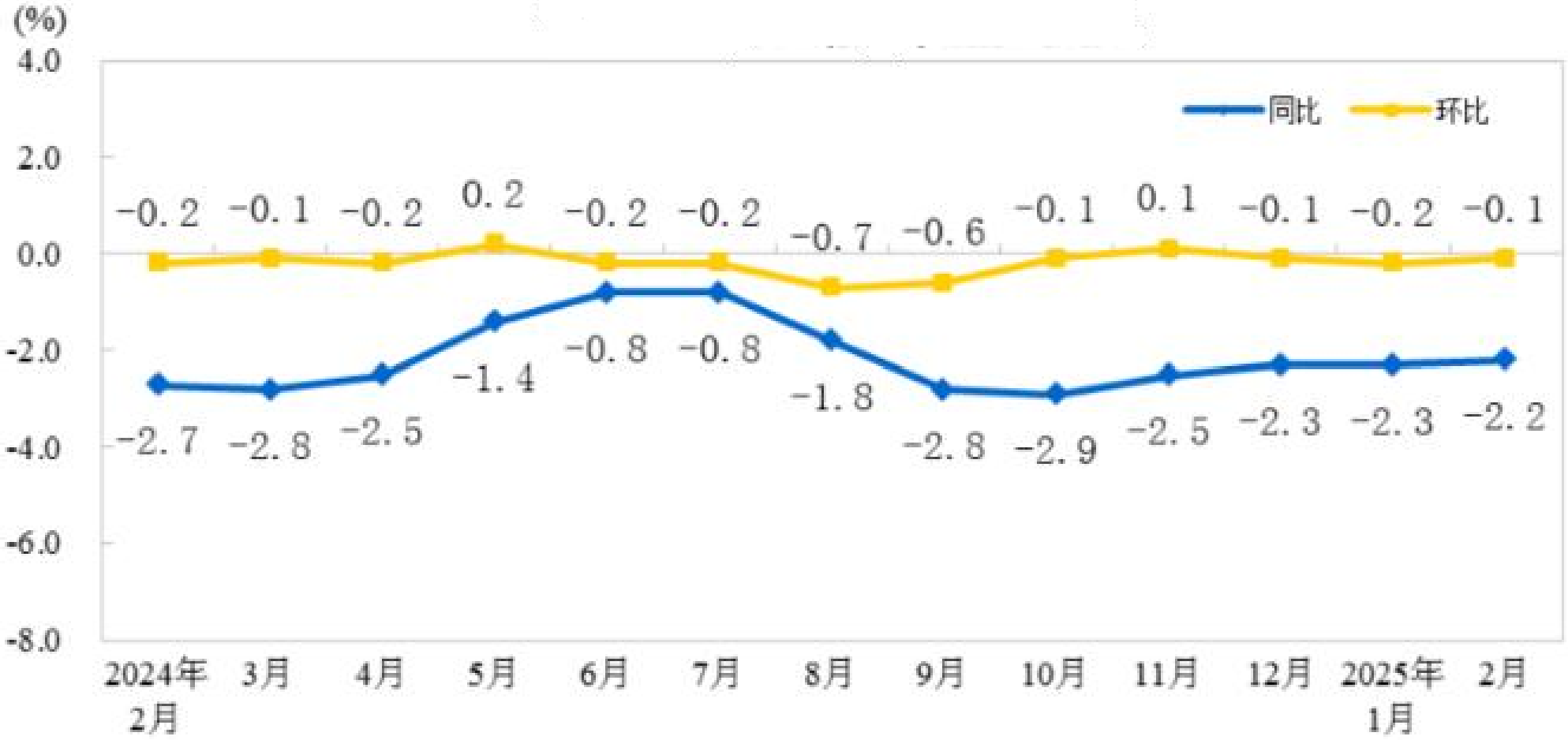
CPI分类别环比变化率（2025年2月）



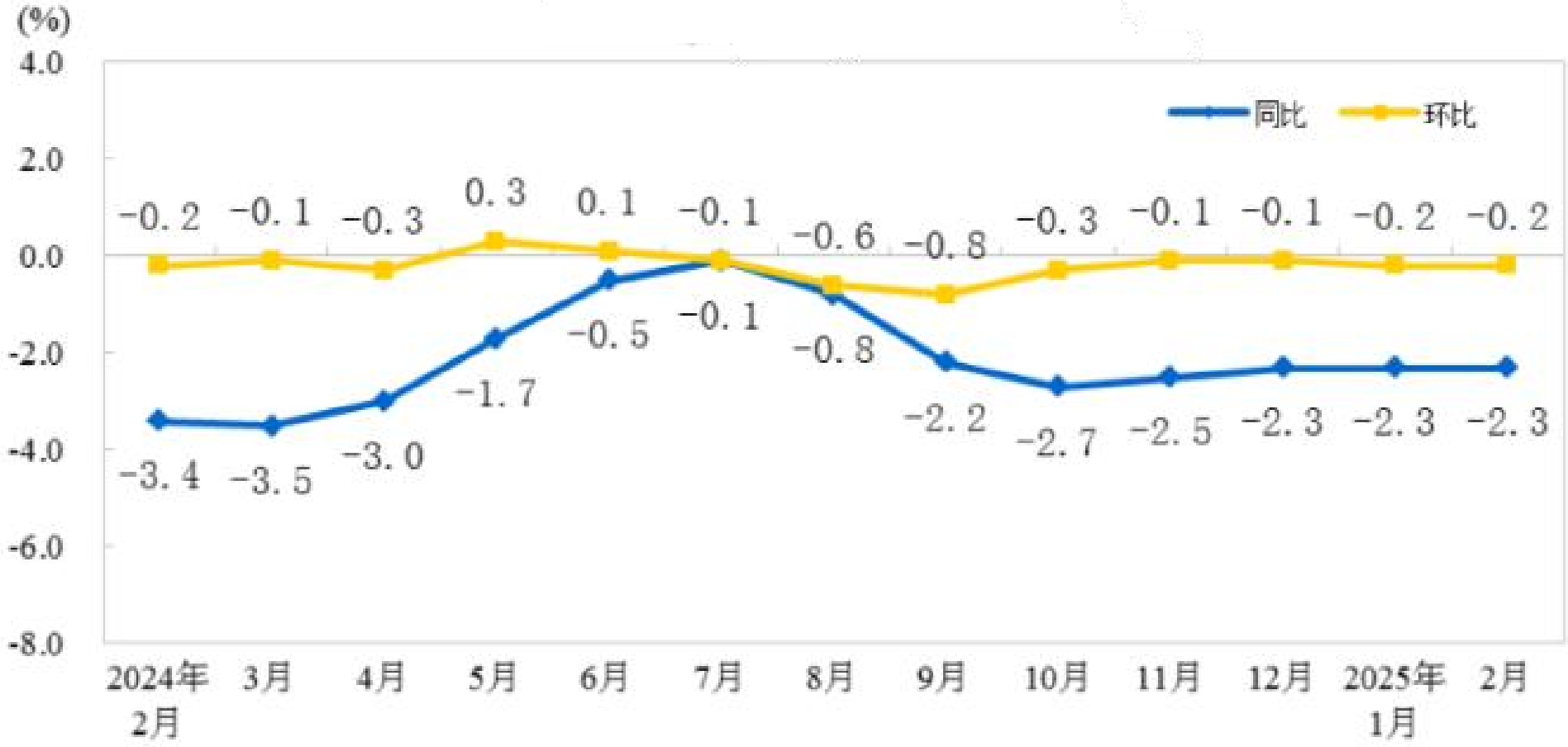
CPI特征

- 同比环比双双下降
- 春节错月、蔬菜丰收、汽车促销
- 其他用品和服务价格上涨
- 主要包括金饰品、电影演出、在外餐饮、家政、美发、教育医疗

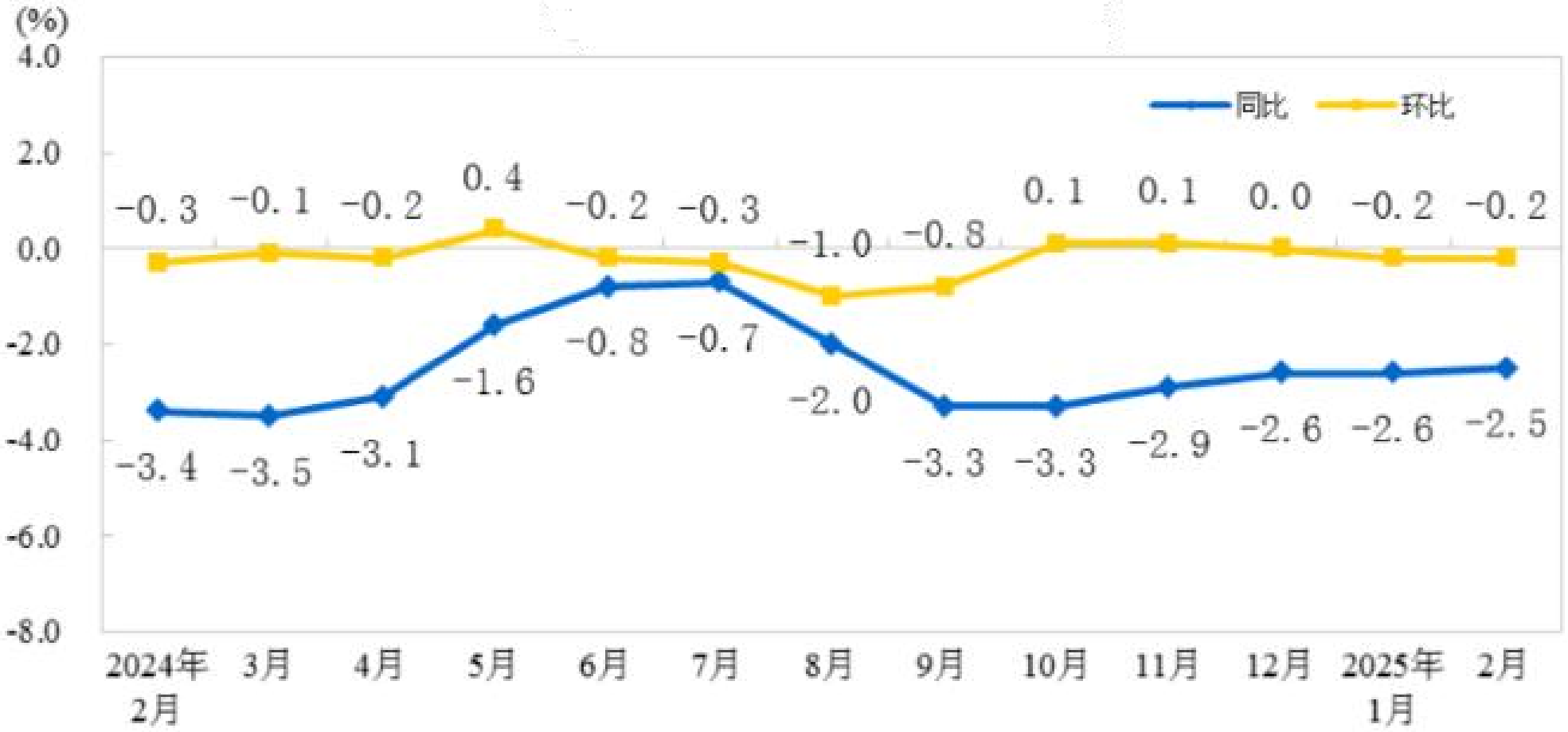
PPI变化率


(%)
4.0
2.0
0.0
-2.0
-4.0
-6.0
-8.0
同比
环比
-0.2
-0.1
-0.2
0.2
-0.2
-0.2
-0.7
-0.6
-0.1
0.1
-0.1
-0.2
-0.1
-2.7
-2.8
-2.5
-1.4
-0.8
-0.8
-1.8
-2.8
-2.9
-2.5
-2.3
-2.3
-2.2
2024年2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月
12月
2025年1月
2月

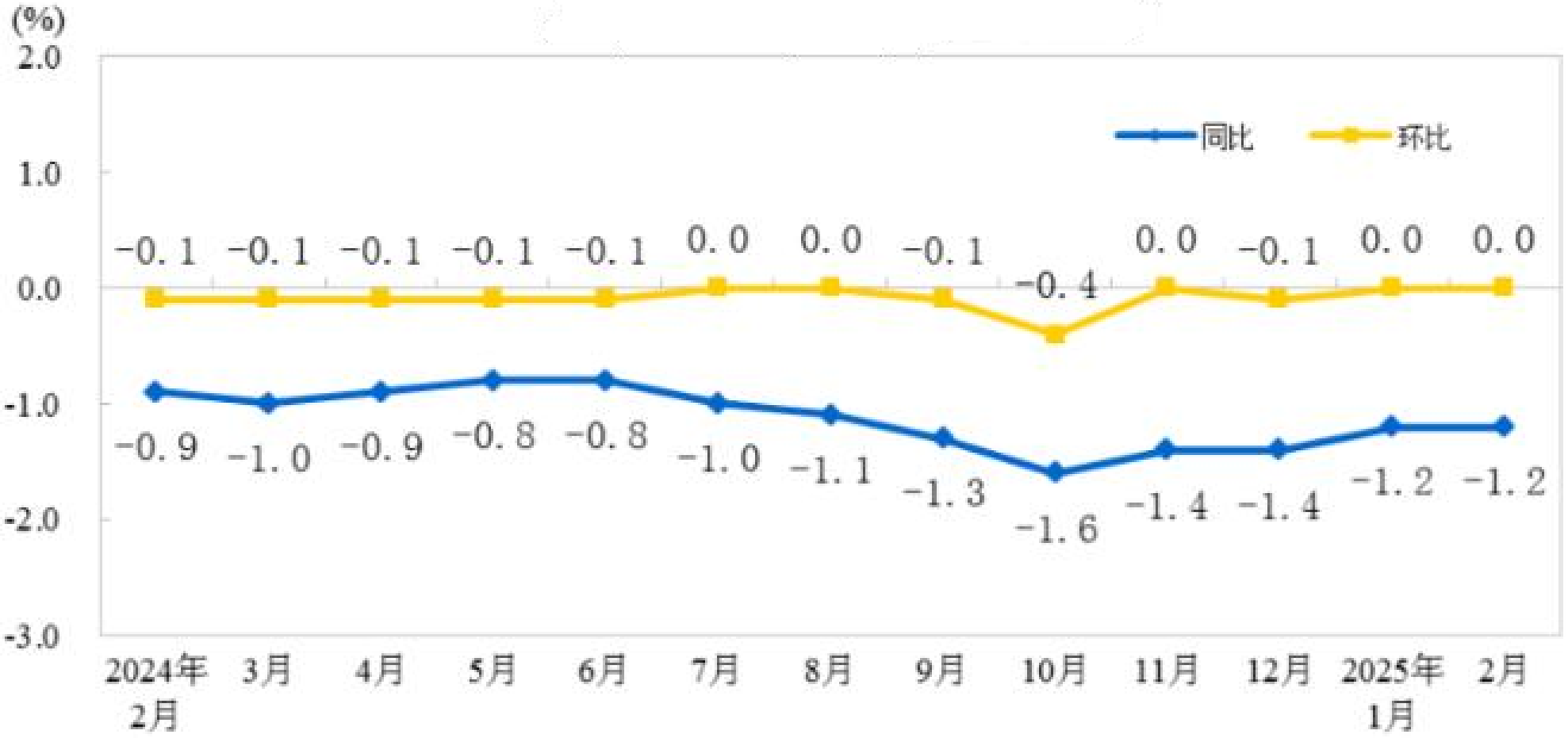
工业生产者购进价格变化率



生产资料出厂价格变化率



生活资料出厂价格变化率



PPI特征

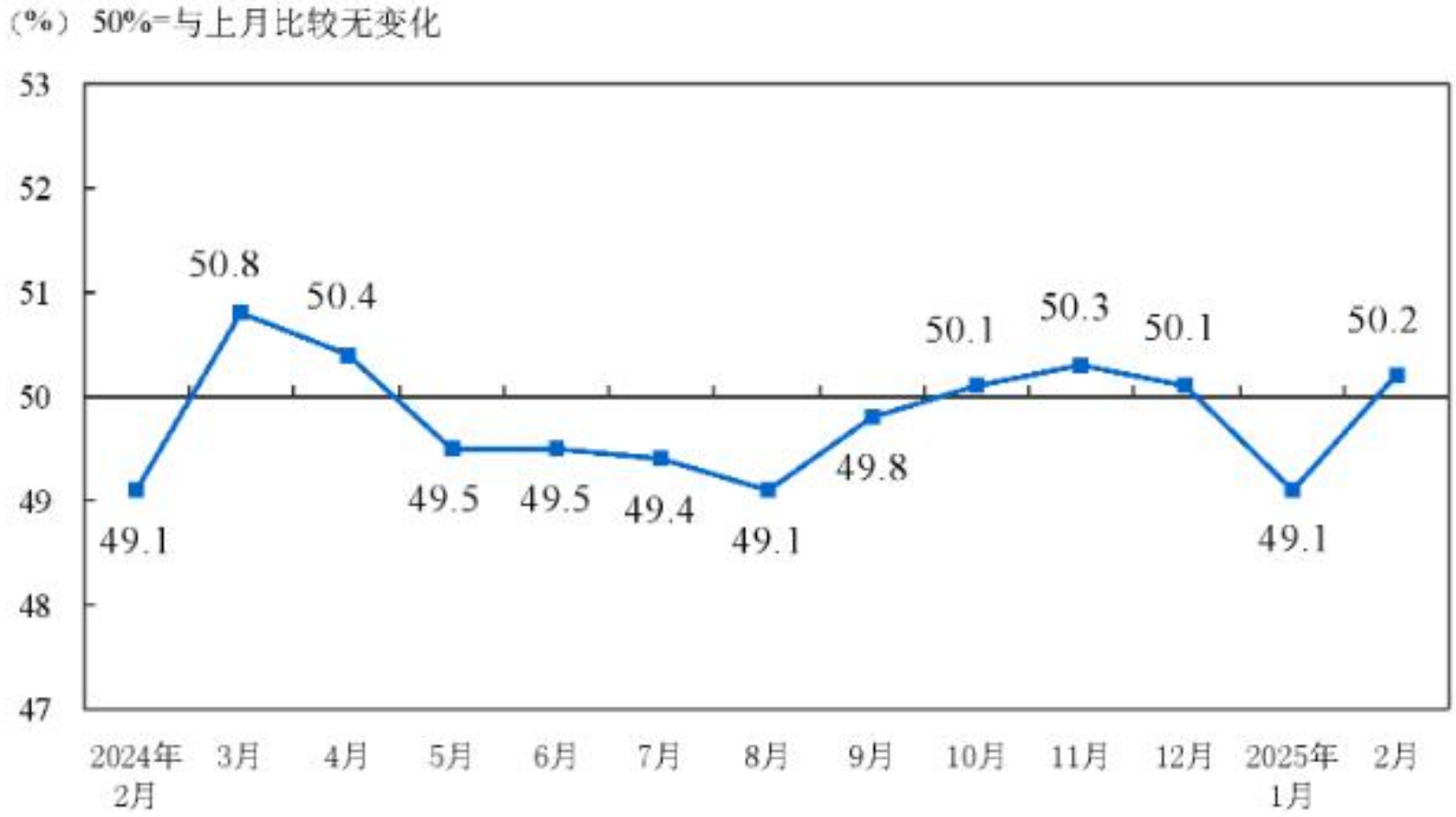
- 同比、环比降幅均收窄
- 钢铁、煤炭、石油等价格同比大幅下降
- 生产停工和国际油价下降是主要因素

3. 经济景气水平总体回升但存在分化

- 我国经济景气水平总体回升
- 制造业关键指标有所好转
- 各类规模企业生产经营有所分化
- 重点行业发展势头良好
- 非制造业景气水平小幅回升
- 制造业比非制造业恢复得更为明显

制造业采购经理指数（PMI）

2月份，中国PMI为50.2%，比上月上升1.1个百分点。



2月PMI细分指标

制造业关键指标有所好转

- 生产指数和新订单指数分别为52.5%和51.1%，比上月上升2.7和1.9个百分点，制造业产需景气水平有所回升。
- 供应商配送时间指数为51%，比上月上升0.7个百分点，表明原材料供应商交货时间加快。
- 从业人员指数为48.6%，尽管仍在50%以下，但比上月上升0.5个百分点，表明企业用工景气度改善。

2月PMI细分指标

各类规模企业生产经营有所分化

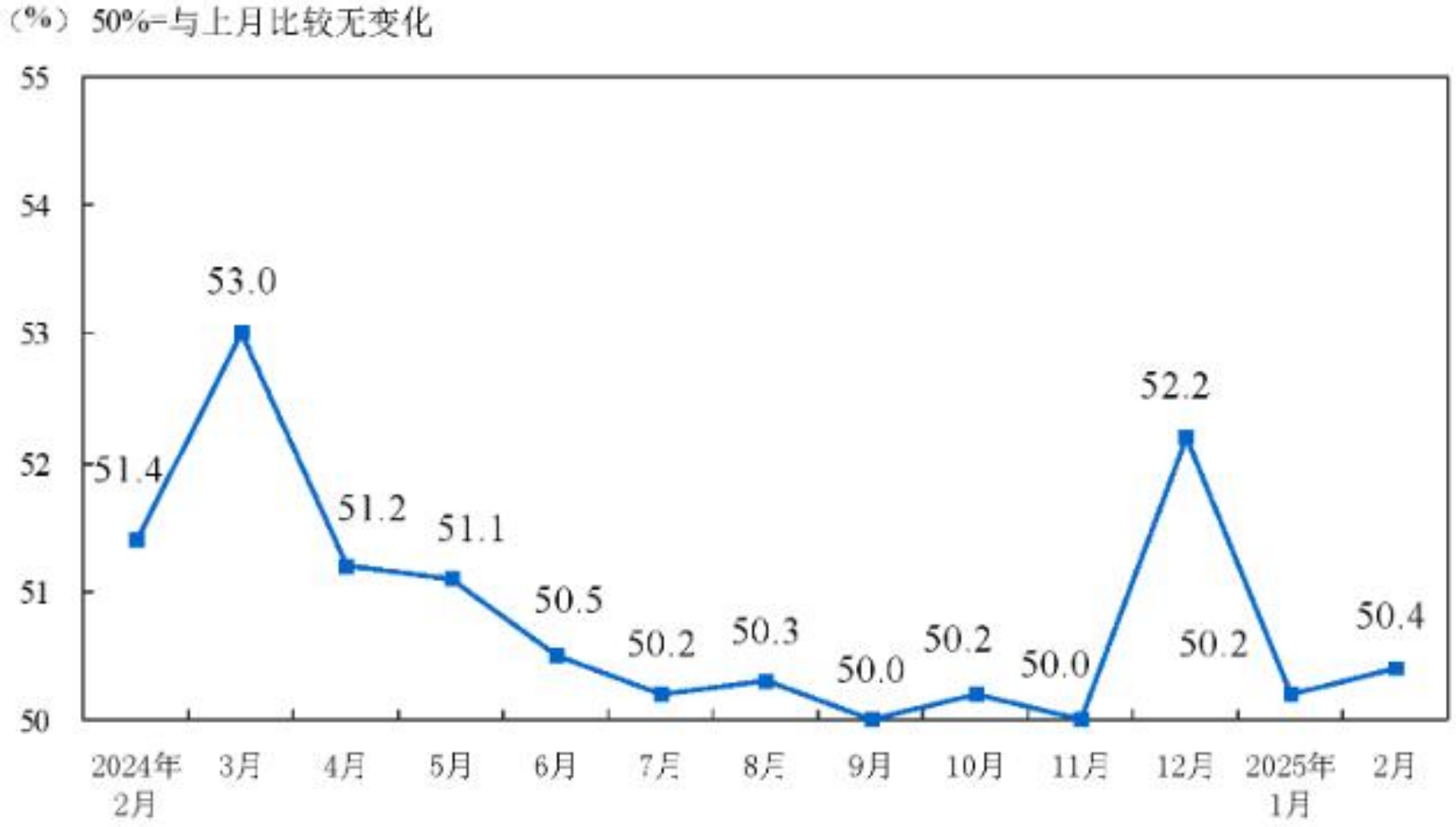
- 大型企业PMI为52.5%，比上月上升2.6个百分点，高于临界点
- 中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，比上月下降0.3和0.2个百分点，均低于临界点。

2月PMI细分指标

重点行业发展势头较好

- 高技术制造业和装备制造业PMI分别为50.9%和50.8%，比上月上升1.6和0.6个百分点，均高于制造业总体水平。
- 消费品行业PMI为49.9%，比上月上升0.8个百分点，该行业正在艰难爬坡。

非制造业商务活动指数


（%） 50%=与上月比较无变化
55
54
53
52
51
50
51.4
53.0
51.2
51.1
50.5
50.2
50.3
50.0
50.2
50.0
52.2
50.2
50.4
2024年2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月
12月
2025年1月
2月

非制造业商务活动指数特征

- 2月，非制造业商务活动指数为50.4%，比上月上升0.2个百分点，非制造业景气水平小幅回升。
- 分行业看，建筑业商务活动指数为52.7%，比上月上升3.4个百分点；服务业商务活动指数为50.0%，比上月下降0.3个百分点。
- 航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。
- 从市场预期看，业务活动预期指数为56.6%，比上月略降0.1个百分点，仍高于临界点，表明多数非制造业企业对市场预期较为乐观。

非制造业商务活动指数特征

- 投入品价格指数为48.4%，比上月下降2个百分点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平低于上月。其中，建筑业投入品价格指数为49.3%，比上月上升1.6个百分点。
- 销售价格指数为47.8%。其中，建筑业销售价格指数为49.1%，比上月上升1.3个百分点。
- 从业人员指数为46.5%，比上月下降0.2个百分点，表明非制造业企业用工景气度小幅回落。其中，建筑业从业人员指数为45.6%，比上月下降3.1个百分点。

综合PMI产出指数

（%） 50%=与上月比较无变化
55
54
53
52
51
50
50.9
52.7
51.7
51.0
50.5
50.2
50.1
50.4
50.8
50.8
52.2
50.1
51.1
2024年 2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月
12月
2025年 1月
2月

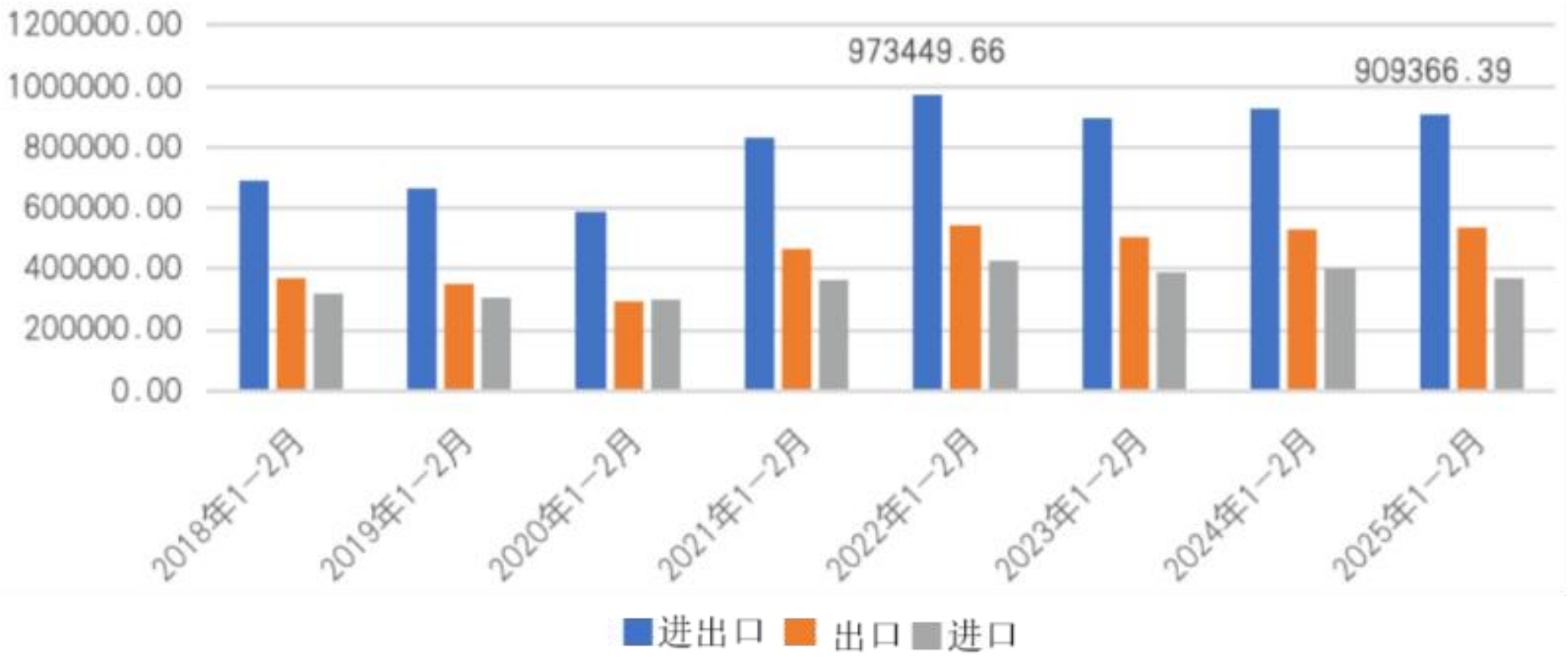
综合PMI产出指数特征

- 3月，综合PMI产出指数为51.1%，比上月上升1个百分点，表明我国经济景气水平总体回升。
- 构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为52.5%和50.4%，相比之下制造业恢复更为明显。

4. 贸易总体平稳，进口下滑明显

- 1-2月对外贸易整体下降
- 出口小幅增长，进口大幅下降
- 一般贸易下降，加工贸易增长
- 对美国进出口均增长，同东盟贸易发展稳定
- 民营企业保持最大贸易主体地位
- 机电产品支撑出口发展
- 生产和消费疲弱导致进口下降

2025年1-2月进出口额（百万美元）



2025年1-2月外贸总体发展

- 2025年前两个月，中国对外贸易总额为9093.66亿美元，同比下降2.4%
- 其中，出口5399.4亿美元，同比增长2.3%，进口3694.3亿美元，同比下跌8.4%
- 贸易顺差高达1705.2亿美元，同比增幅达36.23%
- 进口跌幅超过2020年疫情期间的下降幅度

主要贸易方式统计

贸易方式		进出口	出口	进口
总值	金额（百万美元）	909366.4	539940.8	369425.6
	同比增幅（±%）	-2.4	2.3	-8.4
一般贸易	金额（百万美元）	584846.7	354884.4	229962.4
	同比增幅（±%）	-4.7	1.4	-12.8
来料加工装配贸易	金额（百万美元）	25132.4	11379.5	13752.9
	同比增幅（±%）	8.7	13.5	4.9
进料加工贸易	金额（百万美元）	141685.5	93368.4	48317.1
	同比增幅（±%）	5.4	5.5	5.2
边境小额贸易	金额（百万美元）	6919.1	6169.5	749.6
	同比增幅（±%）	-18.9	-15.8	-38
对外承包工程出口货物	金额（百万美元）	2174.3	2174.3	-
	同比增幅（±%）	11.4	11.4	-
租赁贸易	金额（百万美元）	1092.7	572.3	520.4
	同比增幅（±%）	20.2	-17.2	138.3
保税监管场所进出境货物	金额（百万美元）	43987.9	15535.5	28452.4
	同比增幅（±%）	-1.6	42.1	-15.8
海关特殊监管区域物流货物	金额（百万美元）	82813.1	38608.6	44204.5
	同比增幅（±%）	5.3	3.7	6.8

2025年1-2月同主要贸易伙伴的贸易状况（亿美元）

贸易伙伴	进出口（变化率）	占比	出口（变化率）	进口（变化率）
东盟	1437.8（2.8%）	15.8%	871.9（5.7%）	565.8（-1.3%）
欧盟	1159.4（-1.4%）	12.7%	790.4（0.6%）	369.0（-5.6%）
美国	1020.7（2.4%）	11.2%	755.6（2.3%）	265.1（2.7%）
韩国	466.8（-1.2%）	5.1%	205.9（-2.6%）	260.8（-0.1%）

2025年1-2月同部分贸易伙伴的贸易状况（亿美元）

贸易伙伴	进出口（变化率）	占比	出口（变化率）	进口（变化率）
共建“一带一路”国家	4627.8 (-2.1%)	50.9%	2598.2 (1.3%)	2029.6 (-6.1%)
RCEP	2679.5 (-1.9%)	29.5%	1432.8 (2.6%)	1246.8 (-6.6%)
拉美	780.1 (-6.2%)	8.6%	423.4 (3.2%)	356.7 (-15.4%)
非洲	454.5 (-4.4%)	5.0%	285.6 (-0.2%)	168.9 (-10.7%)

民营企业保持最大贸易主体地位

- 今年一季度，民营企业进出口3.69万亿元，增长2%，占进出口总值的56.4%
- 外商投资企业进出口1.91万亿元，下降0.3%，比占29.2%
- 国有企业进出口9250.4亿元，下降13.4%，占比14.2%

机电产品支撑出口发展

- 1-2月，机电产品出口3237.4亿美元，同比增长4.2%，占出口总值的60%
- 其中，自动数据处理设备及其零部件出口302.83亿美元，同比增长10.5%
- 集成电路出口251.04亿美元，同比增长11.9%
- 汽车出口161.43亿美元，同比增长2.5%

传统优势产品出口受阻

- 1-2月，机电产品中的手机出口金额186.54亿美元，同比下降3.3%
- 劳动密集型产品出口继续下滑，同比下降8.2%
- 服装及衣着附件出口下降6.9%
- 纺织品出口下降2%
- 塑料制品出口下降8.3%

生产和消费疲弱导致进口下降

- 1-2月，农产品进口下降14.7%
- 铁矿砂进口下降30%
- 煤及褐煤进口下降18.5%
- 原油、成品油和天然气进口分别下降10.5%、15%和13.8%
- 肥料进口下降19.7%
- 稀土进口下降29.4%

5. 中国经济面临的机遇和挑战

- 新动能培育加速
- 政策红利逐步释放
- 增强信心任重道远
- 外部环境不确定性增强

中国企业数字化投入不断增加

- 第五次全国经济普查新增企业数字化转型调查内容
- 根据普查结果，2023年，我国规模以上企业在信息技术相关的硬件设备、软件应用等方面投入比上年增长15.2%
- 租赁和商务服务业，信息传输、软件和信息技术服务业等数字化信息化投入增长较快，同比增速均超过20%
- 2023年，我国规模以上企业信息技术人员达657.6万人，其中，制造业、建筑业等行业信息技术人员增长较快。

数字化基础进一步夯实

- 2023年，我国规模以上企业使用计算机6564.4万台，比上年增长1.9%；每百人使用计算机数39台，比上年增加2台
- 2023年，我国规模以上企业拥有网站数量61.0万个，比上年增长5.1%
- 每百家企业拥有网站数41个，其中，信息传输、软件和信息技术服务业每百家企业拥有的网站数量最多，为103个。

中国可数字化交付服务进出口规模和增速（亿美元）

年份	进出口额	出口额	进口额	进出口同比增速
2023	3859	2190.4	1668.6	3.5
2022	3727.1	2105.4	1621.7	3.4
2021	3605.2	1956.7	1648.4	22.3
2020	2947.6	1551.5	1396.1	8.2
2019	2724	1439	1285	6.3
2018	2561.6	1321.3	1240.3	23.2
2017	2079.5	1025.7	1053.8	-3.9
2016	2163.6	1173.5	990.1	4.4
2015	2072.6	1184.9	887.7	—

数字技术贸易创新能力显著提升

- 中国电信、计算机和信息服务贸易规模约为1290.1亿美元，同比增长3.9%。其中，出口903.4亿美元，增长4.9%；进口386.7亿美元，增长1.7%
- 截至2023年底，中国大陆发明专利拥有量达到 401.5万件，同比增长22.4%，成为世界上首个有效发明专利数量突破400万件的国家
- 数字技术加速中国参与全球价值链上下游的全要素数字化升级、转型和再造，成为中国增强数字价值链关键环节竞争力的新动能

数据贸易增长潜力加快释放

- 2023年，中国数据生产总量超32ZB（泽字节）
- 八大枢纽节点数据中心机架总规模超过105万标准机架，平均上架率达到61.9%，较2022年提升3.9个百分点
- 数据作为新型生产要素，正快速融入生产、分配、流通、消费和社会服务管理等各环节。

数字产品延续增长态势

- 2025年1-2月，机器人减速器、服务器产量分别增长95.8%、73.0%
- 服务机器人、工业控制计算机及系统、工业机器人产量分别增长35.7%、29.9%、27.0%
- 规模以上数字产品制造业增加值增长9.1%。

人工智能迅猛发展

➢ DeepSeek的崛起，展现了中国在AI方面从“技术跟跑”到“技术并跑”的发展态势。

政府工作报告中蕴藏的政策红利

- GDP增速目标设定为5%左右，表现出国家稳增长的决心和信心。
- CPI目标调至2%，强调“使价格总水平处在合理区间”，表明未来政府会加大逆周期调节力度，提高产能利用率、扩大内需。
- 今年赤字率拟按4%左右安排、比上年提高1个百分点，赤字规模5.66万亿元、比上年增加1.6万亿元。一般公共预算支出规模29.7万亿元、比上年增加1.2万亿元。

政府工作报告中蕴藏的政策红利

- 拟发行超长期特别国债1.3万亿元、比上年增加3000亿元。
- 拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本。
- 拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。
- 今年合计新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元。

政府工作报告中蕴藏的政策红利

今年的财政支出强度明显加大，背后蕴含的逻辑是：

- 通过中央政府推动的债务扩张，对冲经济下行的不利影响
- 同时刺激消费、推进高技术产业发展、定向支持新质生产力
- 也帮助地方政府解决隐性债务问题。

政府工作报告中蕴藏的政策红利

- 实施适度宽松的货币政策。适时降准降息，保持流动性充裕，更大力度促进楼市股市健康发展。
- 货币政策延续了2024年12月政治局会议和中央经济工作会议定调，保持“适度宽松”。
- 当前经济处于新旧动能转换时期，经济艰难爬坡，复苏基础不稳固，需要货币政策保持宽松。

政府工作报告中蕴藏的政策红利

- 推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展
- 培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业
- 加快制造业数字化转型
- 大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。
- 培育新质生产力、解决“卡脖子”难题

支持“两新两重”已产生实际效果

- 2025年将发行3000亿元超长期特别国债，用于支持消费品以旧换新，比上年增加了1500亿元。
- 今年预算里，还将安排超长期特别国债2000亿元用于支持设备更新，比上年增加500亿元。

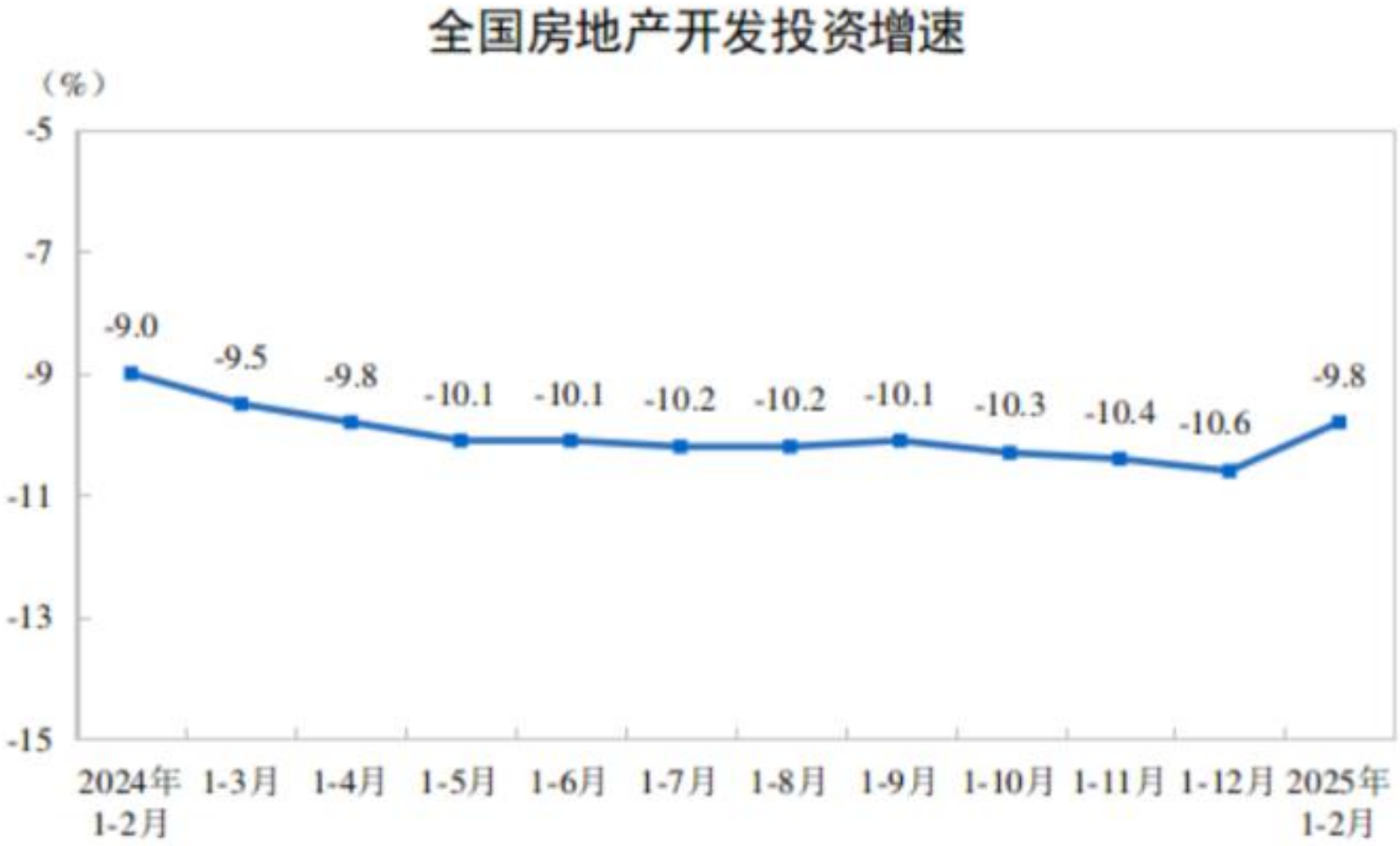
政策效果初步显现：

- 今年1-2月份，规模以上铁路运输设备制造、城市轨道交通设备制造、农林牧渔专用机械制造等行业增加值同比分别增长28.1%、23.7%、9.9%
- 土壤耕整机械、医疗仪器设备及器械、农产品加工专用设备、挖掘铲土运输机械等产品产量分别增长46.3%、19.4%、16.4%、13.5%。

支持“两新两重”已产生实际效果

- 以旧换新方面，1—2月份，规模以上汽车制造业增加值同比增长12.0%，连续4个月保持两位数增长
- 汽车、新能源汽车产量分别增长13.9%、47.7%
- 充电桩产量增长32.2%
- 规模以上家用电力器具制造增加值同比增长10.1%，家用电冰箱洗衣机等家电产品产量两位数增长。

市场信心仍待提升


全国房地产开发投资增速
（%）
-5
-7
-9
-11
-13
-15
-9.0
-9.5
-9.8
-10.1
-10.1
-10.2
-10.2
-10.1
-10.3
-10.4
-10.6
-9.8
2024年1-2月
1-3月
1-4月
1-5月
1-6月
1-7月
1-8月
1-9月
1-10月
1-11月
1-12月
2025年1-2月

大中城市新建商品房销售价格指数（2025年2月）

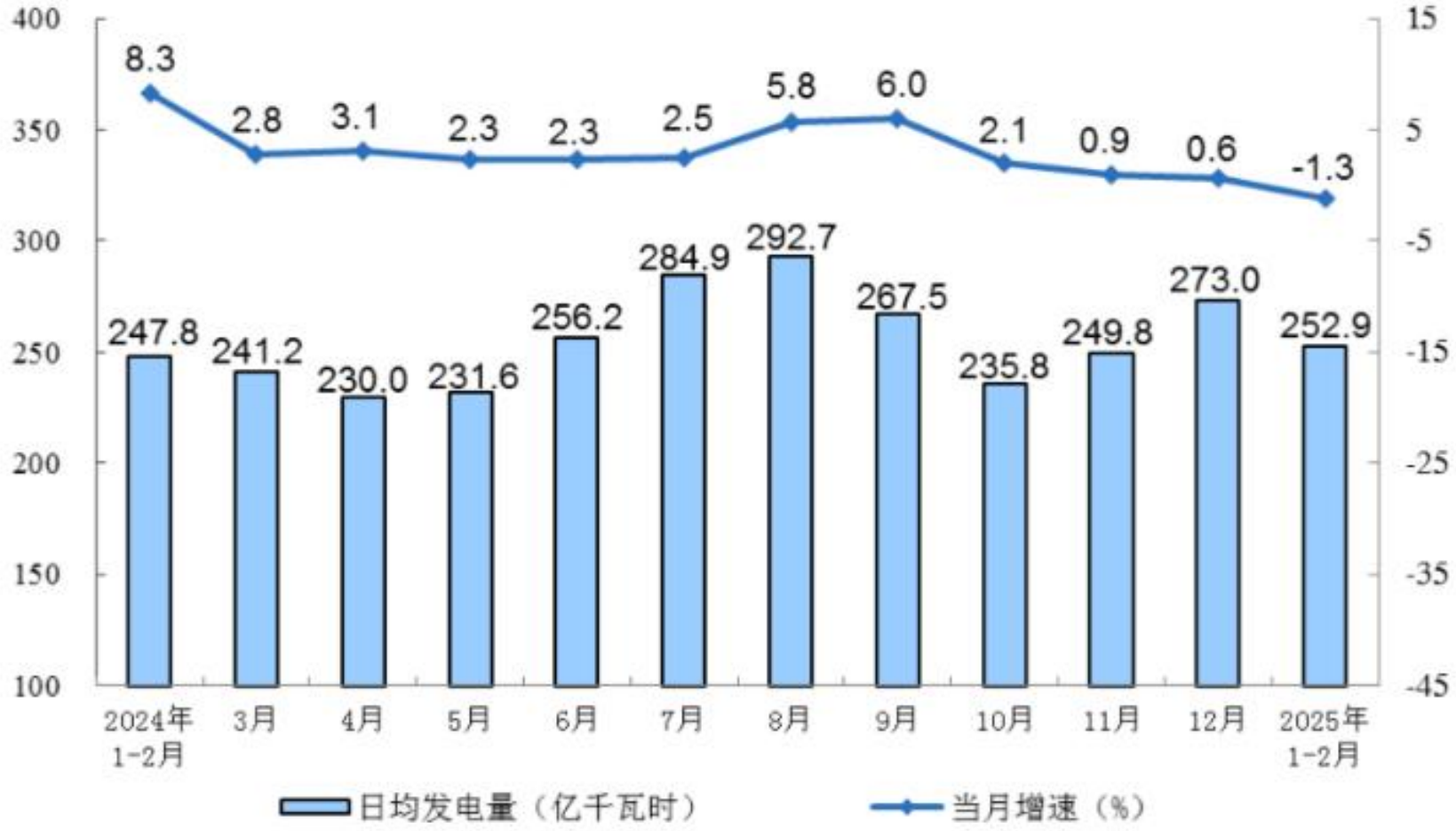
城市	环比	同比	1-2月平均
	上月=100	上年同月=100	上年同期=100
北京	100.1	94.5	94.4
天津	99.7	97.2	97.6
石家庄	99.7	96.0	96.2
太原	100.1	101.2	101.1
呼和浩特	99.4	93.9	94.0
沈阳	100.2	97.2	96.7
大连	100.3	95.0	94.6
长春	99.5	95.8	95.8
哈尔滨	100.3	94.6	94.1
上海	100.2	105.6	105.6
南京	100.5	96.6	95.9
杭州	99.9	98.7	98.6

城市	环比	同比	1-2月平均
	上月=100	上年同月=100	上年同期=100
宁波	100.3	93.4	93.1
合肥	100.2	94.7	94.4
福州	99.9	92.9	92.6
厦门	100.2	92.9	92.5
南昌	100.3	95.0	94.7
济南	100.3	94.3	94.0
青岛	100.0	95.2	95.0
郑州	99.6	94.6	94.6
武汉	99.7	93.3	93.2
长沙	99.8	93.5	93.5
广州	99.8	92.2	91.9
深圳	100.4	95.6	95.2

市场信心仍待提升

- 从1-2月投资数据可以看出，民间投资增速为0，外资企业投资下降了10%
- 这意味着提振信心任重道远

发电量负增长表明开工不足



特朗普2.0关税

- 2025年2月1日，美国政府表示，对所有进口自中国的商品，将在现有基础上加征10%的关税，同时还将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征25%的关税。
- 2月10日，特朗普签署行政命令，宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税，且明确“没有例外和豁免”，同时还表示未来考虑对汽车、芯片和药品征收关税。

特朗普2.0关税

- 2月13日，特朗普声称将对世界各国征收“对等关税”。
- 2月26日，特朗普表示，美方已决定对欧盟征收25%关税，并将“很快”宣布。
- 2月27日，特朗普宣布将从3月4日起对中国再额外实施10%的关税。

特朗普2.0政策的经济效应

- 2024年对美出口占中国出口比重为14.7%，根据出口对关税的弹性测算，新增20%的关税会使中国2025年整体出口下降2%；如果征收对等关税，会使中国出口下降3.5%。
- 再根据经济增长对出口的弹性测算，新增20%的关税会使中国2025年GDP增速下降0.15个百分点；如果征收对等关税，会使中国GDP增速下降0.26个百分点。

特朗普2.0政策的经济效应

- 从行业看，中国对美国市场依存度高、出口的关税弹性大的商品受影响更大大，如纺织品服装、家具、玩具等劳动密集型产品，以及机电类产品。
- 考虑中国转口墨西哥的间接影响，电机、电气、音像设备及其零部件等机械类商品对美国出口规模较大、对墨西哥出口规模也较大，如果美国加强对原产地规则的要求，则受冲击更大。

外部环境不确定性增强

- 世界各国陷入“贸易混战”
- 中加贸易摩擦持续升级
- G7分裂但一致反华

6. 以新动能推动经济持续复苏

- 加强自主创新，培育新动能
- 以新技术带动全产业链整合创新
- 推动新业态新模式进一步发展
- 培育释放消费新动能

加强自主创新，培育新动能

- 发展的基础是安全
- 未来要聚焦关键核心领域开展自主创新，提高产业发展的自主可控性和安全稳定性，全方位筑牢发展根基
- 通过加强产业基础再造，集中优势资源破解“卡脖子”难题
- 孵化和升级更多基础材料，提升产业发展韧性的同时，为新技术突破和新产业发展提供自主可控的底层支撑

以新技术带动全产业链整合创新

- 人工智能和数字技术能够将传统产业的生产设备、生产线连接成一个有机整体
- 实现精准供需匹配和高效全流程管理，为传统产业的技术创新和生产运营提供指引
- 加速新技术的诞生和生产效率的提升，为传统产业注入新活力
- 未来充分发挥人工智能在技术创新、产业规模等方面的优势，推动传统产业转型升级，实现弯道超车

以新业态新模式稳住外贸基本盘

尽管跨境电商发展迅猛，但2024年其占全部进出口的比重只有6%，未来还可以进一步挖掘潜力。

- 采用先进技术手段，提高运输效率和通关速度
- 制定更加明确和优惠的税收政策，减轻企业的税收负担。
- 发挥供应链金融的作用，盘活流动性资产，为从事跨境贸易的中小微企业提供更加便利高效的融资渠道，助力中小企业更好地“走出去”

培育释放消费新动能

- 增收：采取更加积极有为的民生政策，有条件的地方可加大补贴力度，持续优化劳动者工资正常增长机制，丰富城乡居民财产性收入来源，促进中低收入群体收入增长，
- 减负：将生育养育、教育、养老保障等行动方案落到实处，有效清除居民的消费障碍
- 扩大消费场景：积极开展“人工智能+”行动，持续推广“营销智能+消费”，不断提升消费能级

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 月度报告发布，聚焦亟待新动能提振的中国宏观经济

3月19日，CMF 宏观经济月度数据分析会（总第77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**“亟待新动能提振的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家**王孝松、张斌、毛振华、刘元春、杨瑞龙、孙明春、缪延亮**联合解析。

论坛第一单元，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**王孝松**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下六个方面展开：

一、经济起步平稳，动力仍待加强

二、价格水平仍处于低位

三、景气水平回升

四、对外贸易发展状况

五、中国经济目前面临的机遇和挑战

六、政策建议

一、经济起步平稳，动力仍待加强

从经济运行状况来看，有三方面数据表现较为突出。其中，规模以上工业增加值的增速表现良好。在1-2月份，其增长速度达到5.9%，高于去年大部分月份的水平。尽管与去年12月相比略有回落，但从整体上看，这一增速仍处于较为理想的区间。

（一）制造业增长率达到6.9%，高于整体水平

高技术制造业的增长态势呈现出未来蓬勃发展的潜力，其增长率达到了9.1%。**从所有制结构来看，股份制企业和私营企业的增长率较为突出，私营企业成为了拉动经济增长的一个重要动力。**从行业分布来看，产业结构持续升级的态势明显。其中，铁路、船舶、航空航天

和其他运输设备制造业的增长率达到20.8%，汽车制造业和电气机械及器材制造业的增长率也达到12%，这些行业均为资本密集型或技术密集型行业。

综上所述，1-2月工业经济延续了较快增长的态势。高技术制造业以9.1%的增速成为重要的拉动力量，私营经济的增长速度明显高于整体工业增加值增速，其经济活力得以充分展现。**资本密集型和技术密集型行业的快速增长进一步表明工业产业结构正持续向好发展。**

（二）投资增速达到4.1%，为近一年来相对较快的水平

按投资来源划分，国有控股企业投资增长率同比增长7%，但在企稳回升过程中，其发展呈现出一定的不均衡性，而民间投资同比增长率为0%。按构成划分，设备工器具购置增长率达到18%，这一较高增速体现了“两新两重”政策的成效，**其中“两新”政策中的设备更新是推动其增长的重要因素。**按产业划分，第一产业投资增长率为12.2%，第二产业投资增长率为11.4%，**第一产业和第二产业是拉动投资增长的主要动力。**按行业划分，增长最快的投资领域为水电气及公用设施，增长率达到25.4%，农林牧渔业投资也实现了一定程度的增长。按注册类型划分，港澳台商投资增长较快，增长率为10.1%；然而，外商投资企业继续呈现负增长态势，减少比例达10%。

综上所述，固定资产投资增速有所回升，达到近一年来比较高的水平,制造业的带动作用较为显著。然而，民间投资增长率为0%，显示出动力不足；外资企业投资则呈现负增长，减少比例达10%，反映出外资企业的投资信心不够充足。

（三）社会消费品零售总额前两个月达到4%的增速

这一成绩虽属可观，但从近一年的时间跨度来看，其波动较为明显，呈现出不稳定的状态。具体来看，整体零售总额增速为4.0%，其中除汽车之外的消费品零售额增长更为显著，达到4.8%。限额以上单位消费品零售额增速为4.3%，而网上零售额增速略高，为5.0%。从经营地址来看，乡村零售额增速略高于城市，餐饮收入增速为4.3%，商品零售增速为3.9%，而规模较大的零售企业增速为4.4%。

综合来看，零售总额的特征表现为消费增速整体呈上升态势，但波动较为显著。各业态及各类型消费的增长相对均衡，无论是按类别还是按消费类型划分，基本都在4%上下波动。

此外，部分数据显示消费升级趋势较为明显，尤其是一些细分领域中，代表新生活方式的消费增长率更为突出。

二、价格水平

最近一段时间，价格水平受到各界广泛关注，很多文章也对其展开分析，探讨 CPI 同比、环比均呈现回落的原因。CPI 的影响因素较为复杂，后续将进行详细分析。**PPI 同样出现同比、环比双回落的情况，其主要原因是供给因素导致 PPI 下降。**

CPI 同比下降0.7%，环比下降0.2%，在过去一年中，CPI 基本维持在0%左右的水平，但今年出现了明显下降，而此前 CPI 同比一直处于上升态势。

从分类别来看，仅有衣着类别略有增长，其他类别均呈现下降趋势或增长可忽略不计。其中，其他用品和服务同比增长6.5%，而环比来看，除其他用品和服务增长0.7%外，其他所有类别均为负增长。

今年2月 CPI 同比、环比均出现下降，其中春节错月因素是导致同比下降的重要原因之一。由于今年春节在1月，错月效应使得2月 CPI 同比下降。此外，蔬菜丰收以及汽车促销活动也在一定程度上拉低了 CPI 价格水平。然而，从实际情况来看，当前物价水平整体仍处于相对低迷状态。根据国家统计局的计算方法，若剔除春节错月因素，CPI 虽有0.1%的微弱上升，但与今年政府工作报告中提出的2%目标相距甚远。这一微小的涨幅几乎可以忽略不计，也反映出当前物价水平仍需引起关注。

其他用品和服务的环比与同比增速均较为显著，其中，其他用品主要包括金饰品，国际黄金价格持续上涨带动了金饰品价格上升。此外，近期上映的《哪吒2》电影推动了电影票价格的上涨。在外餐饮、家政服务、美发以及教育医疗等领域也呈现出一定的价格增长态势。然而黄金价格的上升主要受国际因素影响，具有不可控性；而热门电影的推出也并非每年都有规律可循。若剔除这两方面的支撑因素，CPI 增速可能会进一步降低。所以，价格低迷值得进一步关注。

PPI 持续低迷，2025年2月 PPI 同比下降2.2%，环比下降0.1%。从细分领域来看，工业生产值购进价格变化率呈现负增长态势。其中，生产资料出厂价格同比下降2.5%，生活资料出厂价格环比持平，同比下降1.2%，其走势与 CPI 基本同步。尽管 PPI 整体呈下降趋势，但同

比与环比降幅有所收窄，这主要受到供给因素的影响。钢铁、煤炭和石油等大宗商品价格同比大幅下降，推动了 PPI 的下行趋势。此外，2月份正值春节假期，许多工厂停工，这一状况也加剧了 PPI 的下降。

三、相关思考与政策建议

2025年2月份，中国 PMI 为50.2%，比上月上升1.1个百分点，景气指数有一定上升，信心得到了一定回升。

1、制造业生产指数和新订单指数分别为52.5%和51.1%，比上月上升2.7和1.9个百分点，制造业产需景气水平有所回升。供应商配送时间指数为51%，表明原材料供应商交货时间加快。从业人员指数为48.6%，尽管仍在50%以下，但较上月上升0.5个百分点，表明企业用工情况有所改善。

2、各类规模企业生产经营有所分化。大型企业 PMI 为52.5%，较上个月上升且高于临界点。但中小企业 PMI 分别是49.2%和46.3%，低于临界点的同时还比上个月有所下降。

3、重点行业，高技术制造业和装备制造业 PMI 指数分别为50.9%和50.8%，比上月都有上升，并高于制造业总体水平。消费者行业 PMI 为49.9%，比上个月有所上升，显示出该行业正处于恢复阶段。

非制造业商务活动指数达到50.4%，比临界值要高，表明非制造业景气水平有所回升。分行业看，建筑业商务活动指数52.7%，服务业商务活动指数为50%，比上个月有所下降。尽管如此，部分行业表现突出，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均高于55%，处于较高景气区间。从业务活动预期指数来看，该指数为56.6%，显著高于临界点，反映出多数非制造业企业对市场预期较为乐观。

非制造业投入品价格指数为48.4%，较上月下降2个百分点，表明非制造业企业经营活动的投入品价格总体水平低于上月。其中，建筑业投入品价格指数为49.3%，较上月有所上升。销售价格指数为47.8%，建筑业销售价格指数为49.1%，较上月上升1.3个百分点。从业人员指数为46.5%，较上月下降0.2个百分点，显示出非制造业企业用工景气度有所回落。

4、**综合 PMI 产出指数较上月上升，达到51.1%，表明我国经济景气水平总体呈现回升态势。**具体来看，制造业生产指数为52.5%，非制造业商务活动指数为50.4%，**相比之下，制造业的恢复更为显著。**

四、对外贸易状况

对外贸易状况总体表现欠佳。2025年前两个月进出口总额约为9094亿美元，同比下降2.4%。其中，出口额为5399亿美元，同比增长2.3%；进口额为3694亿美元，同比下降8.4%。通过对比近几年1-2月的贸易数据，2020年受疫情冲击，进口较2019年同期下降7%，而当前进口降幅达8.4%，已超过疫情时期的下跌幅度。**尽管贸易顺差高达1705亿美元，同比增长36.23%，但这一顺差的扩大主要是由于出口小幅增长与进口大幅回落所致，可视为一种衰退性顺差，反映出进口需求的快速萎缩，这一现象值得关注。**

当前，一般贸易占我国整体贸易的比重最高，达到64%。然而，1-2月数据显示，一般贸易的下跌幅度较为明显，整体进出口下降4.7%，进口下降12.8%。加工贸易虽然比重不到36%，但前两个月的数据显示，其出口、进口和总量均明显上升，这一趋势值得警惕。目前一般贸易的进口增速回落非常显著，导致整体进出口下降。

此外，对外投资企业作为投资购进的机器设备下降幅度达到46.3%，这一现象也应引起关注。**稳外贸和稳外资是相互关联的，外商投资下降10%，意味着他们减少投资，从而导致机器设备购进下降46.3%，降至8000多万美元的水平。**

从贸易伙伴的角度来看，东盟是我国第一大贸易伙伴，与东盟的贸易额占我国贸易总额的15.8%。其中，对东盟的出口增长了5.7%，但进口下降了1.3%。欧盟是我国第二大贸易伙伴，占比12.7%，对欧盟的出口有所增加，但进口下降幅度较大。美国是我国第三大贸易伙伴，占比11.2%。尽管东盟和欧盟是由多个国家组成的区域贸易伙伴，但从单个国家来看，美国是我国第一大贸易伙伴。2025年1-2月，我国对美国的出口和进口均实现了2%以上的增长。这可能与特朗普胜选后市场预期加征关税有关，导致了“抢出口”现象，**但美国市场的重要性不言而喻，且从当前数据来看，我国与美国的贸易发展态势良好。**韩国是我国第四大贸易伙伴，已超过日本，占比5.1%。然而，2025年前两个月，我国对韩国的出口和进口均出现了小幅下降。对于“一带一路”沿线国家，虽然其被视为我国对外贸易新的增长点，但从1-2月的数据来看，情况并不十分乐观。我国对“一带一路”沿线国家的出口增长了1.3%，但进口下降了

6.1%，表明在这些地区仍需进一步加强贸易合作。在 RCEP 方面，我国的出口有所增长，但进口下降了6.6%。此外，我国与拉美国家的贸易中，进口也出现了较大幅度的下降。与此同时，我国与非洲的贸易仍有较大的开拓空间，目前非洲40多个国家在我国贸易中的占比为5%，2025年1-2月，我国对非洲的出口和进口均出现了明显下降。

从所有制结构来看，2025年1-2月，民营企业进出口总额为3.69万亿元，同比增长2%，占进出口总值的56.4%，贡献最为突出。外商投资企业进出口总额下降0.3%，占比29.2%。国有企业进出口总额下降13.4%，占比14.2%，其下降幅度最为显著。

从行业和产品类别来看，前两个月机电产品出口额为3237亿美元，同比增长4.2%，占出口总值的60%，表现较为理想。其中，自动数据处理设备出口额为302亿美元，同比增长10.5%。高新技术产品、资本密集型和技术密集型机械设备的发展势头良好，例如集成电路出口同比增长11.9%，汽车出口同比增长2.5%，这些均为当前低迷的对外贸易中值得关注的亮点。

传统优势产品出口面临一定挑战。2025年1-2月，机电产品中的手机出口同比下降3.3%，劳动密集型产品出口继续下降，降幅达8.2%，其中纺织品服装和塑料制品的出口均出现明显下滑。

在进口方面，下降幅度较为显著。农产品进口同比下降14.7%，铁矿砂进口下降30%，其他大宗商品也呈现不同程度的下降趋势。这一现象主要源于两方面原因：一是生产领域开工不足，导致对大宗商品的需求减弱，从而使得相关进口量大幅下降；二是消费市场表现不够活跃，影响了农产品及最终产品的进口需求。**综上所述，生产与消费两端的疲软是导致进口持续下降的主要原因。**

五、中国经济面临的机遇和挑战

从短期数据分析目前中国经济面临的机遇和挑战。机遇主要体现在两个方面：一是新动能的涌现，二是政策红利的释放。而挑战则主要来自两个方面：一是市场信心有待进一步提振；二是外部环境的不确定性显著增强。

（一）机遇

1、数字经济蓬勃发展

根据第五次全国经济普查数据，2023年规模以上企业在信息技术相关硬件设备和软件应用等方面的投入较上年增长了15.2%。其中，租赁和商务服务业、信息传输、软件和信息技术服务业等行业的数字化信息化投入增长较快，同比增速超过20%。此外，2023年我国规模以上企业信息技术人员数量达到657.6万人，制造业、建筑业等行业信息技术人员增长显著。同时，企业在计算机使用、网站建设等方面也呈现出明显增长态势。

2015年至2023年期间，可数字化交付的服务进出口规模持续增长，部分年份增长率甚至超过20%，显示出可数字化交付服务进出口的显著增长态势。数字技术的贸易创新能力显著提升。2023年，电信、计算机和信息服务贸易规模达到1290亿美元，同比增长3.9%。截至2023年底，中国大陆发明专利拥有量达到401.5万件，同比增长22.4%，在全球排名首位。**数字技术加速了中国在全球价值链中上下游全要素的数字化升级、转型和再造，成为中国增强数字价值链关键环节竞争力的重要新动能。**

从数据贸易增长潜力来看，其正在加快释放,数字产品延续了显著的增长态势。以最新发布的数据为例，2025年前两个月，机器人、加速器、服务器产量分别增长95.8%和73%。服务机器人、工业控制计算机及系统、工业机器人产量分别增长35.7%、29.9%和27%。从增加值角度看，规模以上数字产品制造业增加值增长9.1%，显著高于制造业整体增加值增速，这充分显示出数字产品增长态势的强劲。

2、人工智能发展迅猛

2025年年初，DeepSeek 的崛起令人振奋，这一事件展现了中国在人工智能领域从技术跟跑迈向技术并跑的发展态势。**根据工信部统计数据，2024年中国人工智能行业规模为3194亿元，预计2025年将达到3985亿元。**整个“十四五”时期，人工智能行业年均增长率为23.7%。尽管预计“十五五”阶段增速会有所放缓，但五年累计发展仍十分迅速。预计到2030年，“十五五”最后一年，人工智能产值将达到1万亿元。再过五年，到2035年，人工智能行业规模有望达到17000亿元人民币。因此，人工智能的发展将成为未来经济增长的重要新动能。

在硬件领域，可采取稳健推进的策略。而在政府政策红利方面，仍有进一步挖掘与拓展的空间。2025年政府工作报告中设定的 GDP 增速目标为5%左右，彰显了国家稳增长的决心与信心。同时，CPI 目标调整为2%，这一变化反映了当前经济形势下对价格低迷的担忧，以及对合理增长的期望。**相应地，这意味着未来政府将加大逆周期调节力度，提高产能利用率，**

扩大内需。财政政策方面，赤字率按4%左右安排，赤字规模较上年增加1.6万亿元；一般公共预算支出较上年增加1.2万亿元。此外，计划发行超长期特别国债，其规模较去年有所提高，地方政府专项债券也较上年增加5000亿元。2025年合计新增政府债务总规模为11.86万亿元，较上年增加2.9万亿元。通过上述财政支出安排，可以看出今年财政支出强度明显加大。从具体支出项目来看，中央政府希望通过自身债务扩张对冲经济下行压力，刺激消费，推进高技术产业发展，并定向支持新质生产力相关行业与领域，同时助力地方政府化解隐性债务问题。

政府工作报告提出实施适度宽松的货币政策，适时降息降准，保持流动性充裕，更大力度促进楼市股市健康发展。这一货币政策的定调延续了2024年12月中央经济工作会议的精神，即保持适度宽松。当前经济正处于新旧动能转换时期，复苏基础尚不稳固，仍处于艰难爬坡阶段，因此需要货币政策维持宽松态势。同时，政府工作报告明确了未来新兴产业的发展方向，包括推动商业航天、低空经济、培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。这些产业的发展旨在培育新质生产力，突破“卡脖子”技术难题。未来，这些行业有望迎来更好的发展前景，而相关政策红利也将持续释放。

自去年政府提出“两新两重”政策以来，其实施效果已初步显现。2025年，政府将继续大力支持“两新两重”，计划发行3000亿元超长期特别国债用于支持消费品以旧换新，并安排2000亿元超长期特别国债用于设备更新，相关资金规模较去年有所增加。从前期数据来看，2024年规模以上铁路运输设备制造、城市轨道交通设备制造、农林牧渔专用机械制造等行业增加值同比分别增长28.1%、23.7%和9.9%。此外，土壤耕整机械、医疗仪器设备及器械、农产品加工专用设备、挖掘机等产品的产量分别增长46.3%、19.4%、16.4%和13.5%。这些数据表明，去年“两新两重”政策已取得显著成效。鉴于今年支持力度进一步加大，预计该政策将产生更为积极的效应。

在以旧换新政策的推动下，2025年前两个月规模以上汽车制造业增加值同比增长12%，汽车产量增长13.9%。其中，新能源汽车产量增长47.7%，成为行业发展的重要支撑力量。此外，充电桩产量增长32.2%，家用电器产量也呈现明显增长态势

（二）挑战

1、信心问题

当前，各界信心仍需进一步提升。最新数据显示，房地产投资开发增速为-9.8%，尽管较去年大部分月份有所收窄，但降幅仍接近10%。在统计的70个城市中，新房价格指数仅太原、上海两城市同比略有增长，其余68个城市仍处于下降态势，表明稳定楼市和房价的任务依然艰巨。从投资数据来看，民间投资增速为0，外资企业投资下降10%，反映出提振投资信心面临较大挑战。虽然私营企业是增加值增长的主要拉动因素，但投资不足将影响未来产能积累和发展方向，进而制约未来发展潜力。此外，本月发布的数据显示日均发电量同比下降1.3%，这是近一年来首次出现负增长，发电量的负增长反映出企业开工不足，提振信心任重道远。

2、外部不利因素

当前，国际社会高度关注特朗普上台后在全球范围内挑起的贸易战。在其上任近两个月内，频繁传出加征关税的消息。在短短两个月时间里，美国已对中国部分产品加征了20%的关税。此外，特朗普声称未来将实施“对等关税”政策，即在世界范围内，若对方国家对美国产品征收多高的关税，美国也将对等征收相同水平的关税，该政策计划于4月2日起实施。然而，这一政策仍存在不确定性，因为特朗普政府此前多次调整关税政策，使得相关情况难以进行严格估算，以下对特朗普关税效应进行简单分析。

2024年，中国对美国出口占中国出口总额的比重为14.7%。根据对出口与关税弹性的测算，新增20%的关税将导致中国2025年整体出口下降2%。若不再加征关税，出口下降幅度为2%；而若实施“对等关税”，中国出口将下降3.5%。根据经济增长对出口弹性测算，新增20%的关税会使中国今年 GDP 增速下降0.15个百分点，**如果特朗普征收“对等关税”GDP 增速会下降0.26个百分点。**这一影响较为显著，今年设定的目标是5%，若在各界努力下能够实现该目标，但由于受到特朗普关税政策的冲击，经济增速可能仅能达到4.75%左右。

若考虑中国通过墨西哥转口的间接影响，电机、电气、音像设备等产品对美国和墨西哥的出口规模均较大。若美国加强对原产地规则的要求，中国将无法通过墨西哥绕道出口至美国，这将带来更大的冲击。

特朗普挑起的贸易战不仅对中国造成影响，而且使世界各国都陷入贸易混战，导致全球经济发展、经济一体化受到严重威胁。近期，中国和加拿大之间的贸易摩擦持续升级。G7刚刚召开会议，反华论调非常明显。尽管 G7内部存在分歧，但各国对中国的态度相对一致，表现出较为不友好的立场。

六、政策建议

（一）加强自主创新，培育技术新动能

发展的基础是安全，首先确保产业安全，未来要聚焦关键核心领域，开展自主创新，提高产业发展自主可控性和安全稳定性，全方位筑牢发展根基。通过加强产业基础再造，集中优势资源破解“卡脖子”难题，孵化升级更多的基础材料，提升产业发展韧性的同时，为新技术突破和新产业发展提供自主可控的底层支撑。

（二）发展新动能不能忽视传统动能

当前，约80%的经济增长和产业活动仍依赖于传统动能，仅有20%依靠新动能。因此，未来的发展应注重新动能与传统动能的协同发展。人工智能与数字技术能够将传统产业的生产设备和生产线整合为有机整体，实现精准供需匹配和高效全流程管理，为传统产业的技术创新和生产运营提供有力支持，从而在未来为传统产业注入新的活力。

（三）涵盖新业态和新模式的新动能需要做出努力

以跨境电商为例，尽管其发展迅速，但2024年其占全部进出口的比重仅为6%，仍有较大发展潜力。可采取以下措施加以推进：一是运用先进技术手段提升运输效率与通关速度；二是政府制定更明确且优惠的税收政策，以减轻企业税收负担；三是充分发挥供应链金融的作用，为中小微企业提供更便捷的融资渠道，助力其更好地走出去。

（四）机遇

3月16日，政府发布了提振消费的行动方案，内容十分全面。以下是关于落实该方案的几个关键方面：

1.增收，持续的收入增长是促进消费的基础。政府需采取更加积极的民生政策，完善劳动者工资正常增长机制，拓展居民财产性收入渠道，推动中低收入群体收入增长。

2.减负，政府应将生育养育、教育、养老保障等政策措施落到实处，有效消除居民消费的后顾之忧。

3.扩大消费场景，积极开展“人工智能+”行动，持续推广“营销智能+消费”，不断提升消费能级。

在各界不懈努力下，培育新动能才能促进中国经济持续向好的发展。

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“亟待新动能提振的中国宏观经济”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)联合创始人联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，**当前经济形势延续了去年四季度以来的基本态势，仍在着力寻找或筑牢经济底部，但也有积极表现。**两会的召开为经济政策的进一步部署奠定了基础，增强了实现全年目标的信心。然而，经济大格局中出现了一些新情况和问题。外部需求方面，进出口下滑在意料之中，但特朗普政策的影响不容忽视。特别是俄乌战争结束后，特朗普对中国可能采取的政策值得警惕。尽管中国对特朗普的策略有定力，但出口面临的困难局面仍需重视。投资方面，民营企业投资积极性的提升面临信心和能力的双重挑战，其投资能力的培育需要更好的政策支持，而国有企业投资虽基本稳定，但进一步扩大存在困难。

财政政策和货币政策是短期宏观政策的发力点，但财政政策的效用尚未充分发挥，市场反应不够强烈，需要进一步发力，特别是在支持劳动者收入和实体企业方面。政府在稳房价等政策上应更加积极，以增强市场信心。

香港中国金融协会副主席**孙明春**提到，尽管特朗普上台后挥舞“关税大棒”导致贸易不确定性增加，**但人民币汇率不宜贬值。**从基本面来看，中国外贸顺差接近万亿美元，经常账户顺差处于历史高位，显示出强劲的国际竞争力，人民币汇率缺乏贬值的基础和必要。资本账户和金融账户的流出部分源于对人民币贬值的预期，若进一步贬值，将加剧资本外流，形成恶性循环。相反，若人民币汇率保持稳定或升值，将有助于稳定资本流动，避免因贬值预期导致的资本外逃。因此，即使面临贸易战升级的压力，人民币汇率也不应大幅贬值。

人民币汇率升值对中国资产价格和经济基本面具有积极意义。从历史数据来看，人民币汇率与资产价格呈反向关系，汇率升值往往伴随着股票价格上升，反之亦然。当前环境下，随着政策的支持和市场信心的增强，人民币汇率升值的条件已经具备，且升值预期将有助于推动中国资产价格的进一步回升，特别是对香港股市的影响更为显著。此外，美元指数的贬值也为人民币升值提供了空间。央行通过中间价管理显示出维持汇率稳定的决心和能力，而

中国庞大的外汇储备和黄金储备也为汇率稳定提供了坚实基础。**因此，人民币汇率升值不仅有助于提升中国资产的吸引力，还能进一步巩固中国经济的高质量发展态势。**

中国社科院世经政所副所长**张斌**认为，当前宏观经济虽有改善，但实体经济仍面临需求不足的困境，整体经济处于关键的“爬坡”阶段。此时，逆周期政策的实施和经济政策的灵活调整至关重要，以助力经济尽快走出需求不足的局面。**公共投资在这一过程中具有引领作用，能够打破需求不足的困境。**需求不足表现为市场失灵和收入-支出-信贷的内生负向螺旋循环，仅靠市场内生力量难以走出这一局面，而公共投资作为外生的快变量，能够在短期内实现较大变化，为经济提供动力。

历史经验表明，消费和投资是相互促进的，且投资对消费具有支撑作用。因此，走出需求不足不能完全依赖消费增长，而应通过消费和投资“两条腿”走路，特别是公共投资能够摆脱市场内生惯性，独立发挥作用。

中金公司首席策略师**缪延亮**指出，从广义货币结构变化来看，当前我国货币供应总量充裕，但货币传导效率受限，存在三个重要结构性失衡。**一是定期存款偏多、活期存款偏少，导致货币流通速度下降**。尽管M2与M1的剪刀差有所缓解，但货币空转问题仍需关注。**二是居民存款偏多、企业存款偏少，反映出居民消费意愿不足，企业经营困难，**资金循环不畅，影响了企业的投资和运营能力。**三是金融存款增加、实体存款增速相对较低，**资金在金融体系内空转，银行负债成本上升，净息差收窄，对实体经济的支持力度受到一定影响。

为解决这些问题，需要财政与货币政策协同发力。货币政策应保障货币供应的弹性，满足市场交易需求，同时约束货币供应纪律，防止资金空转和金融风险。财政政策应更加积极，通过生育补贴、养老保障、农民工市民化等措施，特别是向低收入人群倾斜，提高居民消费倾向，缓解总需求不足的问题，打通居民消费到企业投资的循环。此外，通过财政贴息等方式引导货币供应流向实体经济，提高实体经济回报，从根本上改变资金在金融体系内空转的局面。

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，当前经济处于回稳复苏状态，但基础尚不牢固，实现全年5%的增长目标仍面临挑战。近年来，尽管宏观政策强度有所提升，但边际效率递减，政策成本上升，影响了政策效果。为提高宏观政策效率，需从多方面入手：**一是强调宏观政策一致性，**避免

合成谬误，完善国家战略规划体系和政策统筹协调机制，确保经济政策与非经济政策在取向上相互配合；**二是健全预期管理机制，**通过政策解读、信息公开等方式稳定公众预期，增强市场信心；**三是加强政策力度和强度，**针对存量受损和资产负债表受损问题，实施一揽子刺激政策，传递强烈政策信号，打破负向循环；**四是确保政策目标与手段匹配，**聚焦重点目标，配备足够且独立的政策工具；**五是协调短期逆周期政策与中长期结构性政策，**确保短期政策有利于长期结构性政策的实施，推动市场化改革。

综上所述，提高宏观经济政策效率是实现经济增长目标的关键。需通过政策一致性、预期管理、政策力度强化、目标与手段匹配以及短中期政策协调等多方面措施，提升政策效力，保持经济复苏态势，推动经济高质量发展。

提高宏观经济政策的效率

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 宏观经济月度数据分析会（2025年3月）上的发言

总体上看2月份统计数据，大部分指标显示中国经济正处于回稳复苏的状态，但这一回稳的基础仍然不够稳固。**要想实现全年5%的经济增长目标，显然还需进一步加强逆周期刺激政策的力度和强度就像经济增长有量的增加与质的提升，我们要实施高质量发展战略一样，宏观经济政策同样有量和质的问题，既可以加码增量刺激政策，也可以不断提高经济政策的实施效率来达到政策目标，后者就是高质量宏观经济政策的涵义。**因此，当我们在思考如何提高宏观经济政策有效性时，，不仅要关注宏观政策的力度和强度，也要重视宏观经济政策的效率。

近年来，尽管推出了一系列增量宏观刺激政策，但整体效果仍然不尽如人意。其中，一个非常重要的因素是宏观政策的边际效率在下降，这是不争的事实。宏观政策的效率直接与政策的传导机制关联，它不仅取决于微观主体对政策手段的的反应大小，也与政策手段的显效速度与结果有关，还与宏观政策的实施成本有关。通过选择一定的政策手段实现一定的政策目标是有代价的，它既包括操作政策工具所支付的直接成本，也包括实施一定的政策手段所付出的间接成本，如过量的货币投放可能引发下一阶段的通胀风险。因此，政策成本的上升也是影响政策效率的一个重要因素。为了实现全年 GDP 增长5%的目标，我们不仅需要强化宏观刺激政策力度，而且需要进一步提升宏观刺激政策的效果。

一、更加强调经济政策与非经济政策的一致性取向，防止“合成谬误”

近年来，如何确保宏观政策取向的一致性，已成为学界和业界普遍关注的重点问题。我国的政策体系非常庞大，既包括财政、货币、产业、价格、就业等一系列经济政策，也涉及养老、医疗、社会安全等社会政策。由于各类政策的实施主体分属不同的政府部门，如果缺乏协调，从某个部门考量合理的政策也许会与其他部门实施的政策发生冲突或相互抵消，从而看似合理的单项政策叠加后，整体效果却低于预期，甚至适得其反。也就是说，**如果经济**

政策与非经济政策在宏观政策取向缺乏一致性，或者相互制约，政策合力就难以形成，甚至可能出现“合成谬误”，这就会大大降低宏观政策的效率。

2024年底召开的中央经济工作会议特别强调要强化系统思维，注重政策的相互配合。党的二十届三中全会也明确提出，要完善国家战略规划体系和政策统筹协调机制。这一命题的提出，意味着未来我们将在更高层面上构建国家战略和实施机制，加强国家重大战略的深度融合，增强国家战略宏观引导、统筹协调功能，通过这样一个顶层设计，把经济政策和非经济政策都纳入宏观政策取向一致性评估，避免具体的宏观政策在实施过程中因取向不一致所产生“合成谬误”问题，提高宏观政策的实施效率。

二、完善宏观经济政策的传导机制，提高政策的实施效率

宏观经济政策的效率还与其政策的传导机制是否畅通有关。如果政策工具不能通过传导机制有效传达到各类经济主体，那么就难以实现预定的政策目标。近年来宏观经济政策的边际效率下降与政策的传导机制发生梗阻有关。因此，党的二十届三中全会在阐述健全宏观经济治理体系时强调要完善中央银行制度，畅通货币政传导机制。所谓传导机制是指政策在发挥作用的过程中，各类政策工具通过某种媒介相互作用形成的一个有机联系的整体。

自动稳定器与相机抉择构成财政政策的主要传导机制，而其重要的媒介就是收入分配、货币供给及价格等，因此，深化收入分配制度改革、税收制度改革、进一步发挥市场在资源配置中的作用以及货币政策与财政政策的相互配合对于畅通财政政策的传导机制非常重要。货币政策的传导机制就是中央银行运用货币政策工具影响中介目标，进而实现既定政策目标的传导途径与作用机理。利率、信贷、资产价格、汇率就是重要的中介变量，央行的政策工具通过增加或减少货币供应量影响利率、信贷、资产价格、汇率的走向，进而引导微观主体的行为，实现预定的货币政策目标。提高货币政策的效率就必须畅通货币政策的传导机制，为此就需要进一步完善中央银行制度，通过产权制度改革与银行治理机制的完善优化商业银行的行为，同时进一步推进利率市场化改革的步伐，健全汇率制度，同时强化中央银行政策利率的引导作用，打通从中央银行到商业银行等金融机构和金融市场，再到企业、居民等非金融部门的各类经济行为主体，再到社会各经济变量如物价、就业等的传导机制，提高货币政策的实施效率。

三、健全预期管理机制，提高政策的有效性

市场中的行为主体并不是非理性的，企业、家庭乃至金融机构都会从过去的经验中对未来将要发生的事情进行判断，从而提前作出适应性反应，进而调整自己的投资、生产或消费行为。。如果这些预期与宏观政策的目标背离，那么就有可能通过他们提前作出的适应性反应来抵消宏观政策的预期效果，政策的实际效果就可能大打折扣。这也正是近年来政策效果不及预期的重要原因之一。

为此，我们需要健全预期管理机制。**第一，提振信心成为提升政策效果的关键。**如果市场主体对未来经济发展持悲观态度，即使政府出台了刺激政策，他们的行为也可能不会发生相应的调整，政策效果自然会被削弱。因此，对于稳增长目标来说，信心比黄金还重要。提振信心重要的是改善预期；**第二，在预期管理方面，政府可以有所作为。**政府可以通过政策解读，信息公开，新闻发布等方式，加强与公众的信息沟通，有效引导协调和稳定公众预期。这方面政府可以通过各个窗口，事前、事中、事后向公众传达解读一些政策变化和政策内涵，这有助于加强预期管理；**第三，保持政策的连续性和稳定性同样是预期管理的重要方面。不要以为政府比民众与企业更“聪明”，民众或企业会从政府发出的政策信号中作出适应性预期，政府政策的易变性和不稳定性会导致微观主体预期的不稳定性，从而会降低政策的效果。因此，政府应**通过政策的连续性和稳定性，向公众提供稳定的信号，这也可以稳定公众的预期。

四、提高宏观刺激政策的强度，打破存量受损情况下的负向循环

归纳近几年的统计数据，我们发现 PPI 已经近30个月持续负增长了，国民收入平减指数也已经6个季度为负，即名义 GDP 低于实际 GDP，自2021年以来，房地产一直在下行通道之中，这表明中国经济已在低谷徘徊了一段时间。在这样的背景下，企业和家庭不仅在增量上受到影响，而且在存量上也经历了一定程度的损失。换句话说，当前的经济低迷不仅影响了企业的新增投资和居民的新增消费，而且过去积累的资产在价值上也受到了一定冲击。**最典型的例子就是家庭、企业和地方政府资产负债表受损。**近几年，房地产市场下行，房价下跌导致企业、家庭和地方政府的资产负债表都受到了不同程度的冲击。在这种情况下，即使央行降息，由于 CPI、PPI 及资产价格下行，尽管名义利率下调，但实际利率下仍处于较高水平，债务压力仍然较大。因此，企业和家庭的借贷意愿普遍较低，更多的是考虑如何修复自身资产负债表，而不是扩大投资和消费。

因此，在这样的背景下仅依靠小剂量的增量政策，很难打破这种负向循环。如果政策力度不够，就如同“挤牙膏”式的刺激措施，最终可能无法逆转市场主体负向的市场预期，在信心不足的情况下就可能导致“挤牙膏”式的增量政策很难产生预期的效果。因此，当前经济形势下，需要推出更大力度、更具冲击力的一揽子刺激政策，并通过政策窗口向市场传递明确的信号，以扭转悲观预期，打破存量受损情况下的负向循环，形成正向循环。虽然大规模刺激政策可能会带来一定的副作用，但相比之下，“挤牙膏”式的逆周期政策在付出一定成本情况下仍然无法达到预期的政策目标，总体政策成本可能更高。因此，提高当前宏观政策的刺激效率，不仅需要合理的政策工具，更需要足够的政策强度和力度。

五、政策目标与政策工具的匹配

提高宏观政策的效率，必须确保政策目标与政策工具的有效匹配。首届诺贝尔经济学奖得主丁伯根提出，政策目标和政策工具之间必须保持对应关系，这就是所谓的“丁伯根法则”，即政策工具的数量或控制变量数至少要等于目标变量的数量；而且这些政策工具必须是相互独立（线性无关）的。然而，我们面临的实际情况往往是政策目标多元，在同一时点上既要这样，又要那样，而实际可用的政策工具有限。在许多情况下，不同政策工具之间还存在一定的冲突，导致政策的实施效果大打折扣。

要提高政策效率，就必须聚焦核心目标，并针对重点目标配备足够的政策工具。同时，不同政策工具之间应保持一定的独立性，以确保每项政策能够精准落地，真正实现宏观调控的目标。如果政策目标与政策工具之间缺乏合理匹配，即便方向正确，也很难达到预期效果。

六、加强短期政策与中长期政策的协调

当前，要稳定经济增长，必须实施足够强度的短期逆周期政策。但目前中国经济面临的经济下行压力不仅仅是短期的周期性因素造成的，还包括许多中长期因素，特别是由于传统增长动能的衰减，新的增长动能未能及时有效补位，导致潜在增长率出现下降。因此，实现稳增长目标不仅需要短期的逆周期政策，也需要聚焦于供给侧的中长期结构性政策，包括经济体制改革。

在政策选择上，短期政策通过刺激总需求让实际增长率接近潜在增长率。同时，结构性政策可以促进新动能的形成，使潜在增长率得到提升，从而实现长期的经济稳定与发展。而

要通过新旧动能的转换来提高全要素生产率，提升潜在增长率，就要依赖一系列的中长期政策，尤其是要坚持社会主义市场经济方向的改革。

因此，虽然短期逆周期政策对于当前经济的复苏及增长至关重要，但必须注意其与中长期结构政策的匹配关系，特别要警惕短期政策对结构性政策可能造成的负面影响。换句话说，短期逆周期政策的实施最好能有利于未来的结构性改革，有助于进一步推进市场化进程，而不能对其形成阻碍。**短期政策与中长期政策的协调配合，是提高宏观经济政策效力的重要环节。**

一季度经济开局向好，但仍有三大新题待解

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3月）上的发言

2025年开年以来，我国经济延续了去年四季度以来的筑底企稳态势，从1-2月的经济数据看供需均有结构性亮点，其中生产维持韧性，需求端受“两重两新”政策支撑，投资、消费均环比改善，地产投资端也出现回暖迹象。同时，宏观政策持续发力，巩固经济基本面回升向好的基础，3月全国两会的召开为全年经济政策的制定与实施指明了方向,也为实现全年经济目标打下良好的基础。但从中长期结构性视角看，当前经济运行有一些新情况和问题需要进一步分析和研究。

一、大国博弈升级，做好出口面临更困难局面的准备

出口下行压力显现，未来美国或联合其盟友进一步对中国进行遏制。1-2月我国出口同比增长2.3%，增速较上年12月显著回落8个百分点以上。这一情况在预期范围之内，主要源于两方面因素：一是美国关税制裁落地，对全球贸易格局产生重大冲击，特别是针对我国连续两个月出台了关税制裁措施，2月4日美国对中国商品加征10%进口关税生效，低于800美元小额货物不再豁免，3月3日，美方以芬太尼等问题为由，自3月4日起对中国输美产品再次加征10%关税。中美贸易摩擦升级，1-2月我国对美国出口增速同比增长2.3%，较去年12月下滑13.3个百分点；二是“抢出口”下去年出口基数较高，一定程度拖累了同比读数，今年以来“抢出口”的透支效应也有所显现。特朗普政府的政策影响不容小觑，其复杂性和持续性远超预期，对此我们绝不能掉以轻心。一个尤为值得关注的问题是，近期特朗普表现出急于推动俄乌战争结束的迹象，背后原因盘根错节，地缘政治、能源利益、大国博弈等交织叠加。无论美国出于何种原因考量，特朗普政府后续对中国的政策态度不会转向，基于特朗普一贯秉持的“美国优先”理念，以及其宣称的“让美国再次伟大”目标，一旦俄乌冲突结束，美国在欧洲方向腾出手来，极有可能联合欧洲盟友，进一步加大对我国在经济、科技、外交等多领域的遏制力度，这一问题值得警惕。

在应对特朗普政府一系列反制措施方面，我国展现出了战略定力与从容自信，后续要做好出口面对更困难局面的准备。面对此前美国的关税制裁，我国积极采取一系列反制措施与应对策略，如我国依据相关国际法与国际贸易规则，对原产于美国的大豆、玉米等部分农产品以及部分能源品加征10%-15%不等幅度的关税，同时近年来，我国持续拓展海外市场，加强与“一带一路”沿线国家的经贸合作，推动与东盟、欧盟等区域组织的贸易往来，挖掘新兴市场潜力。尽管如此，美国作为全球最大经济体，对美出口在我国出口贸易结构中依然占据关键位置，即便不考虑通过越南、墨西哥向美国的转口贸易，我国对美国直接出口比重也在14%的较高水平（2025年2月，同期欧盟占比为14.6%，东盟占比为16.2%）。在中美博弈持续、贸易摩擦升级的情形下，未来要做好出口面临更困难局面的充分准备，切不可掉以轻心。

二、民营企业投资积极性不高，避免盈利弱、融资难、预期不稳形成恶性循环

当前民企投资信心有所提升，但投资能力偏弱制约整体投资改善。1-2月民间固定资产投资同比为0%，较上年底边际回升0.1个百分点，但仍较为低迷，扣除房地产开发的民间投资增长6%，与前值持平，但较上年同期回落1.6个百分点。此前民营企业座谈会的成功召开，犹如一针强心剂，在一定程度上提振了企业家们的信心，为市场注入了积极信号，但从实际情况来看，当前民营企业的投资能力依然处于偏弱状态。1-2月国有及国有控股企业投资同比增长7%，2023年以来持续保持5%以上的增速水平，远远高于民间投资。深入剖析，民营企业投资能力受限源于多方面因素，一方面“融资难、融资贵”问题持续存在，相较于国有企业，民营企业在获取银行贷款时，往往由于风险较高、抵押物不足等原因，难以获得足额且低成本的资金支持，而资本市场对民营企业的准入门槛相对较高，股权融资、债券融资等渠道对民营企业也存在诸多限制，这使得民营企业在投资扩张时面临资金短缺难题。另一方面，企业盈利能力较弱也是制约投资的一个重要因素。近两年供需结构性失衡、内需偏弱持续扰动中国经济修复，在激烈的市场环境中，企业为争夺有限的市场份额，不得不持续压低价格，“内卷式”竞争也愈演愈烈，这无疑极大地压缩了利润空间，使得企业盈利能力不断削弱。规上工业企业利润总额同比连续3年负增长，2024年同比下降3.3%，较2023年回落1个百分点，企业盈利承压加大，对企业投资形成掣肘。

进一步加大支持民营企业发展的政策力度，加快构建民企与国企分类配置资源的管理体系。鉴于民营企业和国有企业性质不同，实施分类管理十分必要。以许可证获取为例，资源型许可关乎关键资源把控调配，原则上应主要由在资源统筹、战略执行方面优势显著的国有

企业获取，民营企业不宜参与，而一般性经营许可（如餐馆卫生许可）不在此列。在金融体系中，也需明确划分业务归属，清晰界定适宜国有企业与民营企业开展的金融业务。同时，国企凭借稳定的资产规模与信用等级，适配银行信贷，能低成本获资，而民企经营灵活但风险偏高，直接融资更契合其风险特征与资金需求。因此，建议构建差异化融资体系，形成国企以信贷融资、民企以股本融资为主的资金分配格局，以此缓解民企资金短缺难题。此外，完善产权保护制度、依法保护产权，切实保障企业家的人身和财产安全，也是提振企业家信心、改善民间投资低迷的重点方向。

三、短期财政政策仍有加力的空间和必要，中长期经济结构优化需持之以恒

财政政策短期仍有进一步加力的空间，在改善居民收入和清偿地方政府拖欠企业款项上下功夫。受微观主体信心偏弱以及金融市场传导机制不畅等多重因素影响，近两年货币供给量与利率的调整对经济的直接影响有限。相比之下，现阶段财政政策的重要性愈发凸显。尽管从历史维度审视，现行财政政策已具备相当力度，如突破3%财政赤字约束、大规模增加政府专项债发行等，但政策效果与市场反映尚未得到充分激发，这也意味着财政政策仍需进一步发力。回顾西方国家在经济低谷期的应对经验，其在财政政策的运用上，均注重通过大规模扩张且精准施策来刺激经济修复，例如疫情期间美国向居民发放大量现金补贴，对于短期内提振美国消费起到了重要作用。相较而言，当前我国财政政策在提升劳动者收入以及支持实体企业发展方面尚显不足。一是促消费政策并未在收入端发力，未能有效提升居民消费能力，难以充分发挥消费对经济增长的促进作用；二是在解决拖欠企业款项问题上，力度远远不够。据估算，目前政府拖欠企业账款规模约11万亿到15万亿，若以每年2万亿分批化债，需超5年，而很多企业等不到三年便可能因新增融资难而倒闭，这会加大就业压力，不利于社会稳定。当前虽已有部分企业收到还款，利润有所改善，但政策力度不足。我仍维持我此前的观点，建议一次性进行十万亿债务置换，三年内全部清偿地方政府拖欠企业的账款。

长期来看，科技创新与营商环境改善是我国经济结构优化、产业转型升级的重要引擎和动力，政策层面需予以长期、稳定且持续的扶持。科技创新作为供给侧结构性改革的核心驱动力，是中长期经济发展的关键所在。自中美博弈以来，我国全力补齐科技短板、攻克“卡脖子”难题，不断加大投入力度，当下丰硕的科技成果正是源于国家长期高度重视与持续的投入，为我国产业升级与发展方式转变筑牢根基。后续构建良好的科技创新生态系统、优化制度供给以服务科技创新，仍是支持科技创新的重点工作方向。与此同时，改善营商环境、

落实中央支持民营经济发展政策亦刻不容缓且任重道远。当前民营企业由于经济下行压力加大资金链紧张以及过度执法及异地执法等问题陷入困境，政府工作报告已明确下一步的相关改进方向，需尽快梳理问题并落实针对性解决办法，推动营商环境改善，这对激活民营经济活力、稳定经济大盘意义重大。

人民币汇率宜升不宜贬

孙明春 香港中国金融协会副主席

以上观点整理自孙明春在CMF宏观经济月度数据分析会（2025年3月）上的发言

特朗普上台后，频繁挥舞“关税大棒”，不仅针对中国，还对加拿大、墨西哥、欧洲乃至全球多个经济体加征关税。这一举措导致美国贸易不确定性指数创下历史新高，比上一轮贸易战时期还高出很多。

特朗普当选以来，不少投资者和专家学者担忧美国加征关税会导致人民币汇率贬值，或提出将人民币汇率贬值作为中国的应对措施之一。在此期间，人民币对美元汇率也的确呈现出贬值趋势，，直到最近才有所变化；而中国央行则在扮演着“稳定器”的角色，通过逆周期因子进行调节，确保每日汇率中间价保持相对稳定。这令人民币在岸市场即期汇率收盘价与翌日的中间价之间出现了明显差异。这一差异释放出明确信号，即央行意图稳定人民币汇率。我个人认同央行的做法，认为人民币贬值是不必要的，也是不应该的，市场的担忧有些过度了。

一、巨额顺差显示，人民币汇率贬值缺乏基本面支持

从贸易基本面来看，去年中国的外贸顺差高达9922亿美元，接近万亿美元，创历史新高。面对如此巨额的外贸顺差，担忧人民币汇率贬值似乎不太符合经济学的基本理论。即便将商品贸易、服务贸易及转移支付等因素综合考虑，去年，中国的经常账户顺差也达4220亿美元，创下历史第二高的水平。**这表明，中国企业的国际竞争力非常强大，人民币汇率既没有贬值的基础，也没有贬值的必要。**

同时，人民币也不可大幅贬值。国家外汇管理局公布的2024年国际收支平衡表显示，，而尽管经常账户顺差庞大，中国在资本与金融账户、以及“误差与遗漏”项下（该项下往往包含难以监测的热钱流动）的资金流出规模同样可观。为什么出现这种情况呢？除了企业“走出去”的正常资本流动外，**另一个重要原因可能是市场主体对人民币汇率的信心不足。**尽管中国经济的基本面稳健、国际竞争力强大，许多机构、企业甚至个人仍然担忧人民币汇率未来有可能贬值，导致资本外流压力依然较大。

鉴于资本外流在很大程度上源于对人民币汇率贬值的预期，如果人民币真的贬值，就等于验证了市场的担忧，这会进一步强化贬值预期，导致资本外流加剧。但如果人民币汇率保持稳定甚至升值，那么原本计划外流的资金可能就不会离场，原本流出的资本甚至有可能大规模回流。类似的情况在2005年至2011年也曾出现，当时由于人民币升值预期强烈，资本（包括“热钱”）大量流入。反之，若允许人民币较大幅度贬值，市场有可能形成“自我实现”的恶性循环，即便经济基本面再稳固，也可能会被这种预期效应严重拖累。因此，如果采取人民币贬值的策略来应对美国的关税政策，很可能是“搬起石头砸自己的脚”，并不是一个明智的选择。因此，即便贸易战升级，人民币汇率既不需要、也不应该大幅贬值。

二、人民币升值有助于增强中国资产的吸引力

历史数据显示，人民币汇率与中国资产价格相辅相成，互相影响。**在当前形势下，人民币汇率升值不仅有条件、也有必要，至少应该维持稳定。**

从历史数据来看，**人民币对美元的即期汇率与沪深300指数存在显著的负相关关系。也就是说，**当人民币对美元贬值时，A 股市场往往下跌；而人民币升值时，A 股市场则往往走强。剖析背后的原因，如果人民币升值，从海外投资者的角度来看，投资中国资产就有更高的回报率（额外的汇率升值收益），这会提升中国资产的吸引力，进一步吸引资本流入，进而推动人民币汇率和中国资产的的进一步升值。**反过来，若人民币贬值，投资中国资产的吸引力就会下降，导致资本外流与市场下跌同时发生。**这种关系既可能形成良性循环，也可能陷入恶性循环。因此，维持人民币稳定或适度升值，有助于增强市场信心，提升中国资产的吸引力。

自去年9月26日政治局会议后，沪深300指数与香港股市都明显反弹。这说明，从资产价格与汇率的关系来看，人民币升值已经获得了资本市场的支撑。春节期间，“DeepSeek 旋风”进一步增强了投资者对中国资产的信心，对稳定人民币汇率也是一个有利因素。因此，在当前环境下，人民币汇率已经具备升值的“资产价格”条件。

同时，如果市场对人民币升值预期增强，也会进一步吸引资金流入，推高中国资产价格，对港股也会产生显著的正面影响。港股以港币计价，而港币与美元挂钩，大部分香港上市公司为内地企业，其主要收入为人民币。如果人民币对美元汇率升值，这些企业的盈利折算成

港币后会更高，对港股形成直接利好。历史上（例如在2005年至2007年间），港股的上涨就曾受到人民币升值的显著推动。

三、美元贬值为人民币汇率升值打开了空间

人民币汇率由市场供需决定，同时参考一篮子货币进行调节。因此，美元汇率的波动对人民币与其他主要贸易伙伴的货币汇率会产生较大影响。

历史数据显示，人民币即期汇率与美元指数的相关性非常高。2017年至2025年间，二者的相关系数为0.75%，而2023年7月以来更是高达0.87%。这是因为，在前述的汇率形成机制下，如果美元升值，为稳定人民币对一篮子货币的综合汇率水平，人民币对美元可适度贬值；反之，若美元贬值，人民币就可适度对美元升值，以维持人民币对一篮子货币汇率的整体稳定。**近期，美元指数已从去年底的高点110回落至103，美元处于贬值趋势中，这为人民币汇率升值打开了空间。**

另外，根据国际清算银行的数据，2023年7月以来，人民币的实际有效汇率整体保持稳定。显然，中国央行的目标是维持中国企业国际竞争力的基本稳定，而非通过名义汇率贬值来提升竞争力。从这个角度来看，当前的人民币汇率水平既符合国际外汇市场的形势变化，也符合中国经济高质量发展的总体方向。

四、中国央行既有决心、也有能力维护人民币汇率稳定

从央行的政策操作来看，其维护人民币汇率稳定的决心和能力都是毋庸置疑的。

人民币在岸即期汇率与中间价的走势显示，近年来，央行更加注重汇率的稳定性。自2023年7月以来，人民币市场即期汇率与中间价出现了三次背离，前两次都是市场“认输”了——尽管市场即期汇率因各种因素出现波动，但最终还是回归到央行设定的中间价水平。当前，第三次背离的缺口仍然存在，但最近几周正在逐步缩小。换句话说，市场短期存在非理性波动，但央行坚持对中间价的稳健管理，市场最终还是会回归理性。长期来看，市场最终会回归经济基本面，因此维持人民币汇率稳定的策略是行之有效的。

从能力上看，中国拥有3.2万亿美元的外汇储备，同时持有超过7000万盎司的黄金储备。尽管近年来外汇储备数据变化不大，但中国仍在不断增加黄金储备，近年来黄金价格的大幅

度上涨进一步增强了央行的储备实力。因此，无论从储备规模还是市场调控能力来看，国家外汇管理局和央行都有充分的实力来维护人民币汇率稳定。

五、中国制造的国际竞争力源自转型升级、而非汇率贬值

最后需要指出的是，在过去多年里，中国的国际竞争力持续增强，这并非依赖人民币贬值，而是源自经济与产业的持续转型升级。

中国制造业增加值在全球制造业中的占比已从2004年不到10%提升至当前的29%，不仅超过欧盟，甚至接近G7国家的总水平，展现了中国制造业的国际竞争力显著提升。值得关注的是，在这二十年间，人民币名义汇率升值了17%，名义与实际有效汇率也都呈现出升值趋势。显然，人民币升值并未削弱中国制造的国际竞争力。

我们认为，中国制造业的竞争优势主要来源于产业转型升级，而非汇率贬值带来的低成本竞争力。这一点可在我国加工贸易与一般贸易在出口中的占比变化得到印证。过去，中国的出口主要依赖加工贸易；而如今，一般贸易已成为出口的主要模式。这表明，中国出口竞争力的提升，更多是依靠产业升级，而非通过汇率贬值去获取价格优势。未来，中国经济的竞争力既不应该、也不需要依赖人民币贬值，而是要继续通过产业升级和科技创新来保持全球领先地位。

综合上述所有因素，**我的结论是，人民币汇率宜升不宜贬。**

公共投资引领，破解需求不足

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 宏观经济月度数据分析会（2025年3月）上的发言

从去年四季度至今，无论是数据还是市场情绪，宏观经济的整体感知发生了较大变化，市场信心和预期有所改善。然而，市场仍然存在一定担忧，实体经济虽然有一些亮点，但整体上仍未完全走出需求不足的困境。**目前经济正处于“爬坡”阶段。这个阶段非常关键，如果政策能够加把力，推动一把，就能彻底走出需求不足的陷阱，接下来的发展就会更加顺畅；但如果不给力、不加力，就可能爬得非常吃力，甚至无法突破，或者需要更长的时间才能走需求不足。**中央经济工作会议和两会的《政府工作报告》已经给出了方向，接下俩需要结合最新的宏观经济变化，进一步优化政策，更快地走出需求不足的困境。

一、为什么强调公共投资？

1.需求不足的第一个特征是市场失灵

在市场经济环境下，个体的理性决策有些情况下会导致整体非理性的结果。比如，需求不足环境下，家庭收入下降会减少消费，企业盈利下降会减少投资，政府财政收入减少也会缩减开支。这些单独来看都是理性的选择，结果是每一个经济主体反而会陷入更糟糕的局面——这就是典型的市场失灵。

为什么要强调这一点？因为是市场失灵，就很难依赖市场自身的力量来自我修复。完全依靠市场修复的代价极其高昂，甚至难以承受。我们必须依靠外部力量来推动经济走出需求不足的陷阱。

2.需求不足的第二个特征是“负向螺旋循环”

需求不足不仅仅是一个静态问题，而是会形成收入-支出-信贷的负向循环，使得经济越陷越深。必须有超出市场预期、外生且更强的力量才能打破这一循环。那么，这个力量从哪里来？

目前，我们非常重视刺激消费，并出台了一系列促进消费的政策措施，这些政策有助于提振需求。但与此同时，我们不能忽视投资的作用，特别是具有明显外生性的公共投资的引领作用。甚至可以说，如果没有公共投资的支撑，我们恐怕很难真正走出需求不足。

3.为什么公共投资是走出需求不足的关键？

第一，消费和投资不是“此消彼长”的关系。历史数据表明，消费和投资实际上是高度正相关的。换句话说，投资多，消费也多；投资少，消费也少，二者与 GDP 增长呈现正相关关系。背后的逻辑很简单——投资增加意味着支出增加，从而创造更多收入，而收入增加自然会支撑消费增长。

第二，投资是“快变量”，消费是“慢变量”。消费是数亿个家庭的决策，每个人每天都会消费，但消费调整是缓慢的，因为它依赖于长期的收入变化，是内生变量，很难独立快速提升。而投资，特别是公共投资，是少数主体（如政府）的决策，短期内可以大幅调整，是一个“快变量”，并且具有较强的外生性。换句话说，政府可以在短时间内迅速增加公共投资，而消费的增长则需要较长的时间才能显现。

第三，单靠消费很难填补需求缺口。我们做过一些测算，如果要走出需求不足，并让 CPI 恢复到2%左右的温和通胀水平，GDP 需要填补5万亿-6万亿元的需求缺口。如果仅靠消费来填补这个缺口，那意味着消费增长需要达到15%以上。在当前环境下，要实现如此高的消费增速，收入必须有更大幅度的增长，而这显然是不现实的。仅依赖消费是远远不够的，必须通过“消费+投资”双轮驱动，特别是依靠公共投资带动整体需求回暖。

二、我国公共投资的空间和潜力

讨论投资时会有一些疑虑，比如投资占比已经很高，而消费占比相对较低，为什么还要继续增加投资？如果继续加大投资力度，是否会进一步压缩消费率？此外，也有人担心，中国近年来已经进行了大量的基础设施投资，铁路、公路、机场等建设已相对完善，制造业的产能也较为充足，继续投资是否会导致产能过剩和资源浪费？这些问题确实值得关注，但需要加以澄清。

首先，回顾过去的经验，消费增长最快的时期，也是投资增长最快的时期，同时也是消费率下降的时期。要区分我们当前追求的是提高消费增速，还是提高消费率。特别是在当前

经济尚未完全走出需求不足的情况下，当务之急是推动消费增长的速度，而不是追求消费率的提高。只有当经济走出需求不足，经济环境趋于稳定后，消费率才会自然回升。从2012年到2019年，我国的消费率就在不断上升，没有必要将当前的政策目标聚焦于消费率，而应更加关注如何加快消费增长，进而推动整体需求复苏，而公共投资正是这一过程中不可或缺的重要力量。

从制造业投资的角度来看，与发达国家相比，我国的制造业投资占比确实较高。而在基础设施领域，如铁路、公路、机场等，过去几年投资规模也较大，房地产领域的投资占比虽然也较高，但近年来已经开始下降。然而，如果我们关注公共服务类投资，就会发现这一领域的占比显著偏低。在美国、德国、韩国、法国、英国等发达国家，公共服务类投资在总投资中的占比通常超过17%，而我国的占比不足5%。从私人服务类投资来看，我国的占比也远低于发达国家。

在一些传统的基础设施投资领域，如铁路、公路、机场、电网及部分水利设施，我国已经取得了很大成就，甚至在某些方面超越了发达国家。因此，在这些领域继续进行大规模投资的必要性和边际回报率都相对较低。然而，在服务于民生的公共投资方面，我们仍有很大的补短板空间。此外，外地农民工和务工人员进入大城市工作后，住房及公共配套设施的不足也是亟待解决的问题。如果要提高居民生活质量，让经济发展进入更高层次，仅仅满足基本的物质需求是不够的，还需要在文化、体育、生活服务等各方面进行改善，而这正是公共投资可以发挥作用的地方。

针对这一问题，我曾进行一些测算，得出的结论是，**即使不追求达到发达国家的水平，仅仅是缩小与其之间的差距，与改善民生相关的公共投资的总需求仍然至少需要30万亿元。**这一投资规模不仅具有现实可行性，而且能够极大地改善我国城市的整体发展水平和居民生活质量。

三、公共投资的资金来源与债务可持续性

首先，公共投资的核心目标是服务公共利益，因此不能单纯以商业回报率或市场回报率来衡量其价值。如果仅仅因为某个项目不赚钱就不去投资，那是不合理的。许多基础设施和公共服务项目的核心价值在于改善社会福利，而不是直接产生盈利，因此不能用市场投资的标准来评估它们的可行性。

其次，公共投资需要依托政府信用，采用低成本、长期限的融资方式。过去，许多城市建设依赖地方政府的隐性债务融资，这种模式显然不可持续，容易留下较大的财政风险，导致高利息成本和债务期限错配问题。在未来的公共投资中，更应注重利用低成本、长期限的政府融资渠道，以降低财政负担。

再者，融资方式应根据项目的具体特性来确定。如果某个项目的收益覆盖范围较广、全国人民都能受益，那么应该由中央政府主导并通过发行国债等方式进行融资。如果项目主要受益于某个地方，那么地方政府应当承担相应的投资责任。此外，如果项目本身具有一定的商业收益，比如部分城市更新项目，那么可以通过社会资本引入、财政贴息、政策性金融机构支持等多种方式进行融资，以优化资金结构，提高投资效率。

最后，还需要讨论一个核心问题，即政府债务的可持续性。很多人担心，如果政府大规模举债进行投资，是否会加剧财政负担？事实上，从财政可持续性的角度来看，政府举债在当前经济环境下不仅不会带来严重的债务风险，反而能够增强财政稳定性。当政府增加投资时，不仅能够直接带动经济增长，还能促进税收增长，提高土地出让收入，同时对资产价格起到支撑作用。在经济恢复的过程中，政府的各类收入都会随之提升，从而增强偿债能力。

从长期来看，政府债务的可持续性主要取决于债务增长速度与 GDP 增长速度的对比。如果政府的实际利率低于 GDP 增速，那么债务水平就会呈现下降趋势。目前，中国的真实利率远低于 GDP 增速，这意味着，即便短期内债务有所增加，未来在经济恢复后，债务负担仍然是可控的。此外，当前的名义利率处于历史低位，政府融资成本极低，因此，现在正是扩大公共投资的最佳时机。如果在当前形势下不采取行动，需求不足的局面可能会持续，对财政的负面影响反而会更大，地方政府的税收收入下降，土地出让收入减少，最终导致债务风险进一步上升。

从广义货币结构看货币传导效率

缪延亮 中金公司首席策略师

以下观点整理自缪延亮在CMF宏观经济月度数据分析会（2025年3月）上的发言

在众多宏观数据中，金融数据时效性强，置信度高，其总量和结构变化，不仅体现货币向实体传导的效果，更能用于分析经济运行的堵点。过去几年，我国货币供应总量M2持续攀升，通胀却没有随之回升，民营企业依然面临融资难、融资贵，货币供应“总量充裕与结构失衡”矛盾显现。部分货币淤积在金融系统，难以真正触达实体经济。我们通过分析广义货币M2的结构性变化和失衡来摸排货币传导与经济运行的堵点。

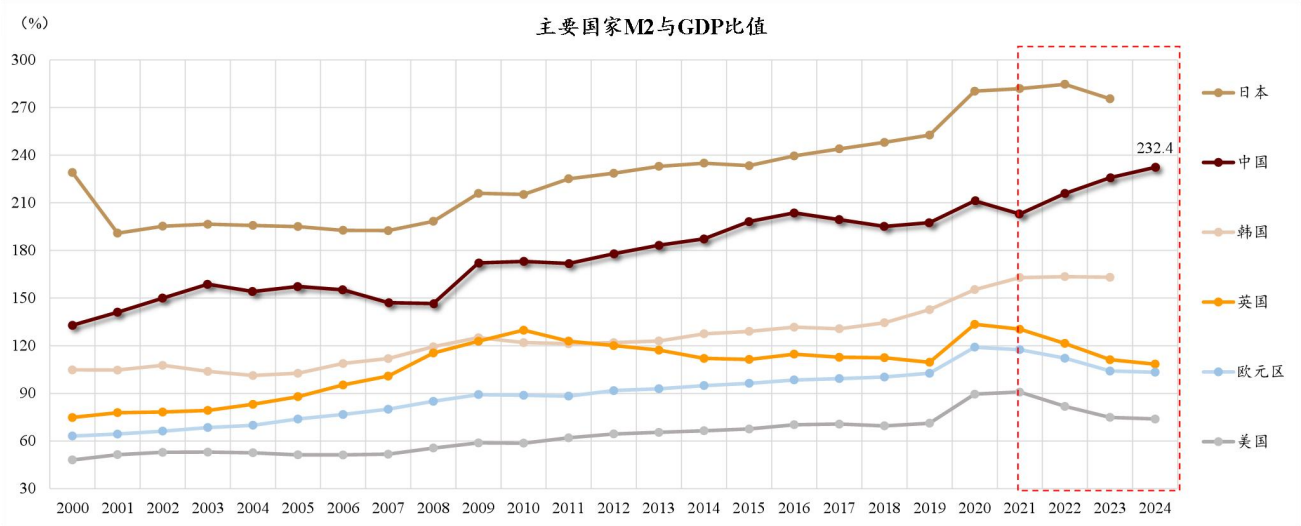
我们发现M2存在三个重要的结构性失衡：一是定期存款多、活期存款少；二是居民存款多、企业存款少；三是金融存款增加、实体存款减少。这三组相对变化背后共同的原因是实体经济预期回报偏低，资金在金融体系内逐利（search for yield），融资流动性难以转化为市场流动性，货币传导受阻。这里的主要堵点是居民消费乏力，在实体经济上导致居民和企业之间的内循环不畅，在金融市场上就镜像般的体现为居民存款不断累积而企业存款却转为破天荒的负增长。金融同业存款增加而实体存款减少的背后，是低利率时代，无论货币政策如何发力，资金都难以进入实体经济，而是在存款、理财和同业存单之间游离，出现“按下葫芦浮起瓢”的套利怪圈。

货币是表象、是症状，在总需求偏弱的背景下，要畅通货币传导，仅靠货币不够，还是要靠财政协同发力，重点在于提振居民消费，畅通企业和居民部门的内循环，从而改善实体经济的预期回报，避免资金在金融体系内空转，甚至是脱媒和倒灌。2025年以来中国资本市场回暖向好，货币交易需求复苏，此时应当保障货币供给弹性，适时降准降息，缓解银行负债端压力。

一、货币投放总量大，但传导受阻

首先，从总量来看，我国M2与GDP的比值在全球主要国家中排名相对靠前。截至2025年2月，我国广义货币供应量（M2）接近321万亿元，M2与GDP的比值达到232%，仅次于日本。不同国家对M2的统计口径略有不同，直接比较可能有失偏颇。但从M2与GDP的比值变化趋势

中不难看出，疫情之后，大部分海外国家的货币总量相对 GDP 在收缩，只有中国的货币总量与 GDP 的比值从2021年之后逆势增长，说明我国的货币投放一直是在扩张的。



数据来源：Wind

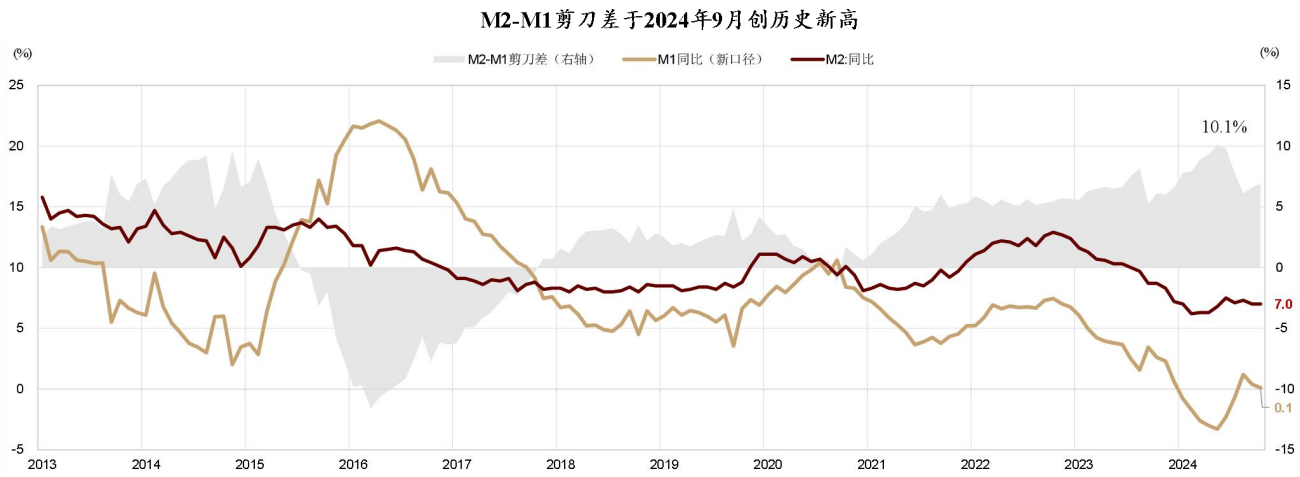
根据货币数量恒等式 MV=PY，假设其他变量不变，货币投放量 M 加大，应当转化为物价 P 的上涨。但从实际数据来看，虽然我们的货币增速快于发达经济体，但我们的通胀水平反而低于这些国家，说明货币流通速度 V 在下降，制约了货币传导效果。与此同时，在大量货币投放背景下，民营企业的融资成本仍然偏高。民间小额借贷公司放款利率2021年以来整体趋势上行，截至2025年2月份上升至20%，接近2024年中20.4%的历史高点，说明流动性传导出现了明显的分层。

二、货币供应结构的三个新变化

分析 M2的结构性变化并剖析其背后的原因，有助于厘清货币传导的堵点。我们在此强调 M2的三个结构性变化或失衡。

第一个结构性变化是定期存款偏多，活期存款偏少，表现为 M2-M1剪刀差2024年1-9月持续走阔，在2024年9月达到10.1%的历史高点。由于 M1是活期存款，M2包含活期和定期，所以 M2-M1剪刀差走阔，意味着存款整体呈现定期化趋势。分部门来看，居民、企业，甚至机关团体的活期存款在总存款中的占比都在下降，居民和企业活期存款占比更是降至30%以下，达到历史最低水平。针对 M2-M1剪刀差走阔，我在2024年1月就写过一篇文章《从低效货币扩张到高效信用扩张》，提出由于信贷目标约束，叠加存款利率相对较高，“水往低处流，钱往高

处去”，不同主体的资金最终汇集到利率最高的定期存款，形成了“大行放贷、企业存款、小行买债”的空转链条，推高了 M2增速。2024年4月份清理手工补息后，银行存款利率经历多次下调，加之央行多次提示长端利率风险，多重因素下，“大银行放贷-小银行买债”形式的资金空转得到缓解，表现为大行相对小行的贷款增速下降，小行相对大行的购债增速也明显放缓。但清理空转之后，M1同比增速在2024年5月份又罕见地转为同比负增长。2024年9月，我又写了一篇文章《再论 M2-M1剪刀差：高效信用扩张需要三支箭》，聚焦“M1不转”，提出财政顺周期紧缩是重要的边际因素。由于财政分母端卖地收入下滑、分子端化债压力上升，导致可用于支持实体经济的财政资源大幅压缩，形成“财政加速器”效应，导致 M1转为负增。在“9·24”政策转向后，2024年四季度财政存款投放明显加快，全国同质性二手房价格逐步止跌企稳，金融市场活跃度提升，均有利于存款活化。M2-M1剪刀差从2024年10月起迅速收窄，活期和定期存款的失衡已经得到很大缓解。



数据来源：Wind

第二个结构性变化是居民存款多，企业存款少。疫情以来，我国居民存款相对企业存款在加速累积：居民存款从2021年1月的94万亿元上升至2025年2月的157万亿元，增幅接近一半；而同期企业存款从67万亿元增加至77万亿元，仅增加了13%。企业存款同比更是在2024年4月份转为同比负增长，这在历史上是从未出现过的。如何理解这个现象？首先，在低通胀环境下，居民消费意愿低，企业利润空间收窄，部分企业或主动或被动停止经营，导致原本一部分属于企业部门的存款转移到了居民部门。根据国家市场监督管理总局公布的最新数据，2024年前三季度我国市场主体存续数量罕见下滑，四季度有所回升。2024年前11个月新增市场主

体数量仅为500万户。相比2020-2023年间，每年新增的市场主体户数约1500万户，增幅明显下降。

其次，4月份企业活期存款减少还有一个很重要的因素，就是规范手工补息。此前，部分银行基层员工绕开内部定价授权，将手工补息异化为高息揽储的手段，涉及存款类型主要是对公活期存款。2024年4月8日，《关于禁止通过手工补息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》发布后，大量企业活期存款转为定期或者流向理财出表。规范手工补息后，各大行对公活期存款成本率普遍得到了切实压降。

以上两点可以解释企业存款为何减少。但从数据上看，疫情以来，居民存款上升的规模远远高于企业存款减少的规模，这一点是难以用“企业数量减少”来解释的。规范手工补息也只是2024年4月份才发生的事情，不能解释这个长期变化。所以我们认为第三点，也是最重要的原因，就是**从居民存款向企业存款的内循环出现了堵点**。

157万亿居民存款从哪里来？由于贷款创造存款，因此居民减少消费或投资不会改变存款总量，但会改变存款在居民和企业之间的分配。从居民流量表恒等式出发，居民的资金来自收入和贷款，用于消费、购房和投资金融市场，剩余部分以存款方式储存，对应恒等式：

$$\text{可支配收入 } Y + \text{贷款 } B = \text{消费 } C + \text{固定资产投资 } F + \text{金融投资 } F + \text{存款 } D$$

在居民部门去杠杆的背景下，居民存款高增，既可能是赚出来的（工资收入），也可能是省出来的（消费少、不购房），还可能是调整金融资产配置的结果（减少金融资产投资，从银行表外转到表内）。从数据上看，2022年以来中国居民人均可支配收入总体上行，但消费和投资意愿偏低。在2024年9月底政策转向之前，资本市场连续三年下跌也影响了居民金融资产投资的热情。三者共同推升居民存款持续增长。

居民存款偏多有何影响？有观点认为，居民手里的钱多了，不应当是好事吗？短期来看，由于居民不消费、不买房、不投资，居民存款是在持续增加。但从经济循环的角度来看，**居民存款相对企业增长过多，反映企业和居民之间内循环不畅，会影响未来的货币扩张效率和经济增长**。居民和企业两部门间的资金循环主要通过两种途径：一是企业向居民发放工资，把企业存款转化为居民存款；二是居民消费、投资，把居民存款转化为企业存款。企业的工资支出整体稳定，存款从企业部门正常地向居民部门流动。但是由于居民的消费和投资倾向明显下降，居民存款难以向企业部门回流。其中最突出的一个因素就是居民购房减少。房地

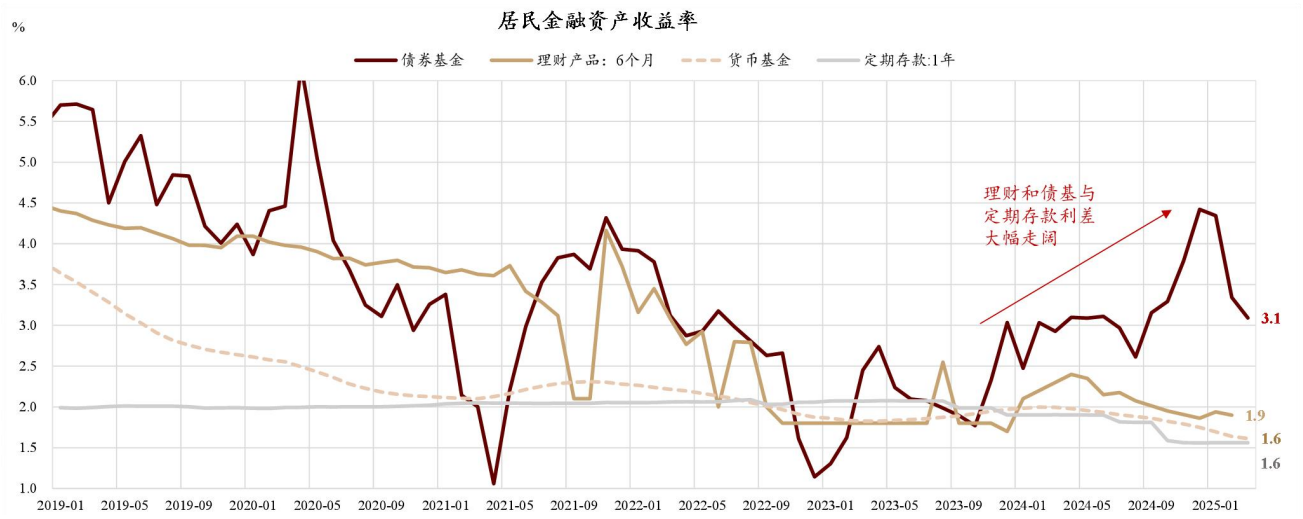
产市场传统上是居民向企业存款转移的重要途径。房地产周期上行时，居民存款快速转换为房地产企业的预售资金，纳入企业活期存款的统计。伴随我国地产大周期调整，全国商品房销售面积从2021年的高点18亿平方米下降至2024年的不足10亿平方米，居民存款通过地产销售向企业存款的转化机制明显弱化，对企业存款增速形成拖累。居民存款难以回流至企业部门，企业就缺乏增量资金用于投资，反过来也会影响企业的营运能力。因此，资金传导沉淀在居民部门，减缓了资金流通的速度。从数据上看，企业存款-居民存款增速差是货币流通速度的领先指标，企业存款相对居民增速放缓，往往会压低货币流通的速度，降低货币扩张效率。

数据来源：Wind

在活期和定期存款、企业和居民存款失衡之外，M2的**第三个结构性变化是金融存款快速增加，实体存款增加偏慢**。金融存款指的是非银存款，即券商、基金、保险、商业银行理财子、财务公司以及保险资管等公司存放在商业银行的同业存款。截至2025年2月，非银存款超过30万亿元，占 M2大约10%。这部分存款往往期限短、不稳定。居民和企业的存款相比之下来源更分散、期限更稳定，有助于银行扩大信贷规模和改善监管指标。以往，国有商业银行存款体量庞大，并且是央行公开市场操作直接的对手方，获取流动性极为便利，低成本的资金相对充裕，是资金的融出方。而非银金融机构是资金的融入方，也是资金融通市场中的“价格接受者”。但是2024年，非银从银行融入的资金同比增速由正转负，资金从非银向银行“倒灌”。反映在 M2的结构里，是非银存款规模和增速同比从2023年9月开始加速增长，这一现象在2024年三季度表现的尤为明显。

为何非银存款大增？主要有两个原因：

从储户（企业和居民）视角，在低利率环境下，在可选择的金融产品中，存款由于2024年4月清理手工补息、降存款利率之后吸引力明显下降，银行平均1年期定期存款利率当前仅为1.6%，低于债基、理财，甚至低于货币基金。“水往低处流，钱往高处去”，居民和企业的资金寻求更高收益，流出银行体系，流向了在近似风险水平下、回报率更高的货基、债基和理财，造成“存款脱媒”。



数据来源：Wind，融360

从银行视角，也有动力吸收非银存款。经历清理手工补息，以及多轮存款利率下调后，企业将存款搬家至理财和货基，银行面临资金短缺，被迫通过提升同业存款利率的方式从非银机构吸收存款，缓解负债端压力。

如果不限制非银存款扩张，可能导致银行资金来源稳定性下降、负债成本抬升，金融风险上升。非银存款本身期限短、和金融市场密切相关，如果非银存款在银行负债端的占比继续上升，可能会影响金融系统的稳定性。美国2019年9月的回购危机就是一个例子。美国货币市场基金是回购交易的重要参与者，通过向银行提供短期融资维持市场流动性。2017年美联储启动的缩表政策使银行体系准备金从2.3万亿美元降至2019年9月的1.4万亿美元，接近历史低位。再叠加9月16日企业税期、国债发行结算等因素，银行短期资金需求激增。与此同时，货币市场基金作为回购市场重要的资金融出方，在缴税期同样面临阶段性集中赎回，因此也不愿借出资金。银行面临存款快速流失、准备金消耗，又难以从回购市场上获得融资，导致货币市场资金紧张，隔夜回购利率（SOFR）单日飙升282个基点至5.25%，突破美联储利率走

廊上限。结合我国情况来看，储户存款搬家、购买理财产品之后，有一部分以非银存款的形式重新流回了银行体系，相当于绕道又回到银行。只是中间经历了机构化的过程。由于非银机构普遍资金量较大，占据议价优势，所以银行从非银融入资金的成本相对更高。2024年11月初，部分大行给非银同业活期存款的利率高达1.8%，大幅超过央行7天逆回购利率。因此，金融存款过度扩张，会抬升银行的负债成本，压缩银行净息差。2024年，中国商业银行净息差持续压缩，截至2024年底已经降至1.52%的历史低点。

如果限制非银存款扩张，可能让银行流动性面临新挑战。为缓解银行息差压力，2024年11月，市场利率定价自律机制工作会议通过《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》两项文件，要求银行以公开市场7天逆回购操作利率/超储利率为定价基准，合理确定同业活期存款的利率水平，使同业活期存款利率围绕政策利率波动。这一倡议发布后，非银活期存款利率下降，就降低了银行从非银融入资金的成本，银行净息差下降或能得到缓解。但是受非银存款自律新规影响，货币基金会压缩存款类资产配置，导致银行从非银融资规模下降，加剧银行融资困境。银行资产规模增速是经济景气度的领先指标，当前银行超储率已经降至历史偏低水平，如果银行资产负债表扩张继续放缓，可能对未来实体经济继续复苏形成压力。

三、政策建议

我们观察到M2结构的三个新变化中，其中一个变化——活期和定期存款的失衡已经得到缓解。但企业和居民、金融和实体存款失衡的现象仍在延续，反映当下货币政策的核心问题是融资流动性难以有效转化为市场流动性。

追根究底，在实体经济预期回报不高（或风险偏好偏低）的背景下，“钱往高处走”，自然会发生资金在金融体系内的逐利（search for yield）行为。央行打击资金空转，试图把资金从金融体系赶到实体经济，先是在2024年打击手工补息、降低存款利率，有效遏制了企业“低贷高存”的空转现象。可是资金并没有进入实体经济，而是继续在金融体系内逐利，哪个金融产品的回报高，资金就往哪里去，先是债券基金，债券价格下跌后，资金又转向理财和货币基金。在总需求偏弱的背景下，如果仅依靠货币政策调整，就难免会发生“按下葫芦（居民和企业存款利率），浮起瓢（同业存款利率）”的怪象，资金在金融体系内转圈。这些空转有时还可能会引发货币政策的两难取舍。为刺激经济，需要保障货币供应的弹性，可是如果货币不去实体经济，而是在金融体系内加杠杆买国债或者同业存款，这会引发金融

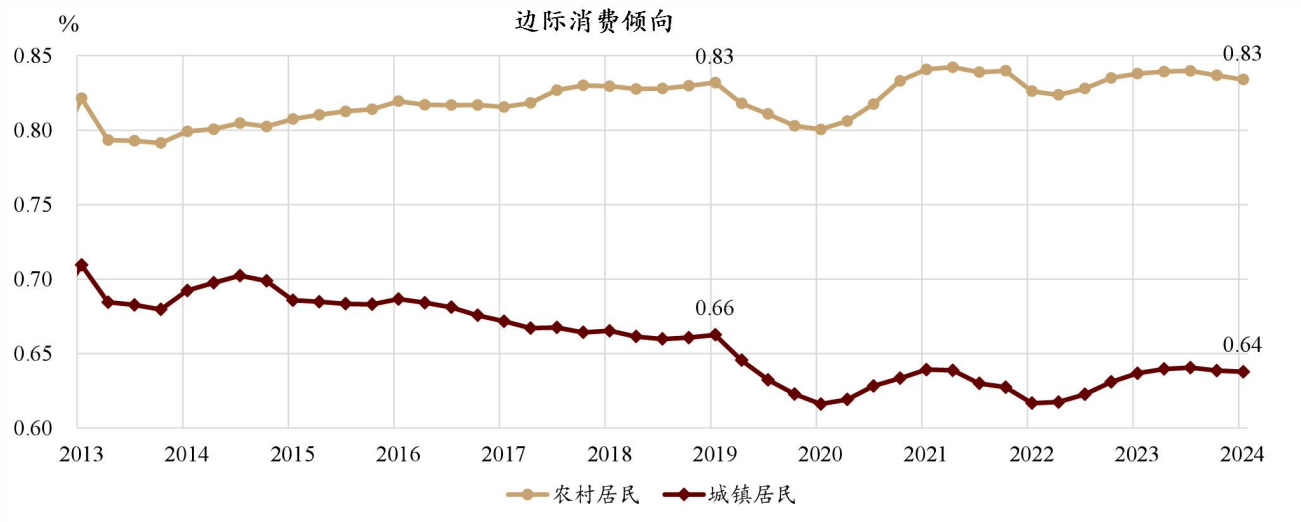
稳定的担心。此时，收紧货币政策、约束货币供应的纪律，又可能加剧银行流动性的短缺。如何破解这一两难？关键是要找到货币政策传导的堵点。当前货币传导的堵点在于居民消费投资不足，经济在居民和企业之间的内循环不畅。体现在广义货币结构上，就是居民存款占比越来越高，企业存款占比下降甚至负增长。

如何疏通这一堵点？**一是总量上保障货币供应弹性**，缓解存款流失给银行造成的流动性压力。2024年，央行实施清理手工补息、降低存款利率、规范非银同业存款等一系列举措，资金空转已经有了很大改善，有效约束了货币政策纪律。但在存款利率降低的过程中，企业和居民存款流失，也给银行流动性造成了压力。2025年初以来，银行间流动性相对紧张，R007、DR007、同业存单利率都在上行。我国融资结构长期以间接融资为主，货币政策依赖银行信贷渠道进行传导，如果银行流动性一直偏紧，银行缩表压力可能传导到信贷市场。因此，需要在约束货币政策纪律和保障货币供应弹性两个目标间把握平衡，确保银行体系的流动性稳定。

二是结构上引导货币流向。针对居民消费不足的堵点，结构性货币政策需通过工具创新和利率调降双管齐下，引导金融机构满足各类主体多样化的资金需求，为居民扩大消费营造良好的金融环境。例如探索设立与消费相关的结构性货币政策工具，支持金融机构发放消费信贷，加大对文旅、养老、体育等消费重点领域经营主体的低成本资金支持。可以考虑适时调降结构性货币政策工具利率，降低结构性货币工具使用成本。截至2024年12月，大部分存续的结构性货币政策利率维持1.75%，而7天逆回购利率已经降至1.5%。适度压降再贷款利率，有助于激励银行使用结构性货币工具支持消费，提升货币传导效率。

三是加强财政货币协调，提高居民消费能力和意愿。如果居民不消费，即使货币的总量充裕，但结构不平衡，资金沉淀在居民部门，还是难以实现高效的信用扩张。因此，还需要货币财政协同发力，改善存款结构分配，提升货币传导效率。财政可以做两方面的事情。一是增加居民收入，提高消费能力。直接增加居民收入的举措包括对低收入群体实施税收减免与返还、提高个税起征点等。由于农村居民的边际消费倾向明显高于城镇居民，如果财政能够加大对低收入群体的补贴和支持力度，可能对促消费起到良好效果。此外，还可以通过增加新能源、数字基建、地下管网等公共工程的投资，创造更多岗位机会，通过拉动就业与工资促进居民收入增长。二是提高居民消费意愿。运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，将促消费同惠民生、补短板结合起来，通过财政支持生育、养老、教育，多维度强化民生保障，降低居民预防性储蓄倾向。当前尤为重要的是创新财政货币协同方式，探索对地产进行“收

储”或注资的新方式，比如设立特殊目的实体，由财政出资本金或贴息承担信用风险，央行提供再贷款，进一步稳住楼市，修复居民资产负债表，稳定长期收入预期，最终提升边际消费倾向。



数据来源：Wind

*注：为平滑季节性影响，边际消费倾向采用滚动四个季度新增支出/新增可支配收入计算而得

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：