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

（2024年12月）（第75期）

政策变化窗口期的中国宏观经济

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

2024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75期）

政策变化窗口期的中国宏观经济

报告人：王晋斌

2024年12月17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

目录

一、政策变化窗口期

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

三、相关思考与政策建议

一、政策变化窗口期

信号1：中央经济社会发展目标完成预期的变化

2024年9月26日，中央政治局会议指出，努力完成全年经济社会发展目标任务。
2024年12月9日，中央政治局会议指出，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。
提出要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
2024年12月12日，中央经济工作会议指出，定能实现明年经济社会发展目标。

分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。前三季度国内生产总值949746亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%。如果按照全年5%，4季度GDP增速在5.2-5.3%。

信号2：房地产止跌回稳

2024年9月26日，中央政治局会议指出，要促进房地产市场止跌回稳，要努力提振资本市场。

2024年12月9日，中央政治局会议指出，稳住楼市股市。

2024年12月12日，中央经济工作会议指出，持续用力推动房地产市场止跌回稳。

信号3：更加积极的财政政策

2024年9月26日，中央政治局会议指出，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。

2024年12月9日，中央政治局会议指出，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”。

2024年12月12日，中央经济工作会议指出，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。

全国人大2024年11月8日批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。11月9日财政部将6万亿元债务限额下达各地。

财政部表示，从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。2028年之前，地方需要消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅下降至2.3万亿元，化债压力大大减轻。

信号4：适度宽松的货币政策

2024年9月26日，中央政治局会议指出，要降低存款准备金率，实施有力度的降息。

2024年11月9日，中央政治局会议指出，适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱。

2024年12月12日，中央经济工作会议指出，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。

人行：2020年4季度至2023年三季度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。2023年4季度开始，央行新提出保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

人行：2024年1季度：加强逆周期和跨周期调节。1-2季度：把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量。3季度：把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。

人行：2011-2024年3季度：稳健的货币政策。

信号5：稳外贸稳外资

2024年9月26日，中央政治局会议指出，要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。（党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（2024年7月15-18日）提出，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境。

2024年12月9日，中央政治局会议提出，要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。

2024年12月12日，中央经济工作会议提出，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放。稳外贸、稳外资。（2018年中央经济工作会议（12月19-21日）提出，稳外贸、稳外资）。

信号6：制度改革与活力释放

2024年9月26日，中央政治局会议指出，要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。

2024年12月9日，中央政治局会议指出，要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。

2024年12月12日，中央经济工作会议提出，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。同时，会议提出，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。

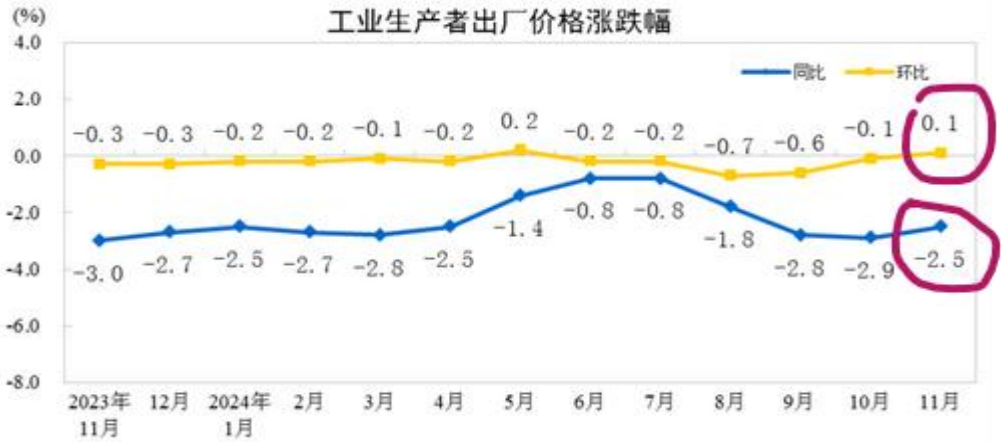
政策窗口期总体的特征：政策+制度“双轮”驱动的综合施策方案。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标1：物价水平

CPI：11月份，全国居民消费价格**环比下降0.6%**。其中，城市下降0.6%，农村下降0.6%；食品价格下降2.7%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.7%，服务价格下降0.3%。2024年11月份，全国居民消费价格**同比上涨0.2%**。其中，城市上涨0.1%，农村上涨0.2%；食品价格上涨1.0%，非食品价格持平；消费品价格持平，服务价格上涨0.4%。1—11月平均，全国居民消费价格比上年**同期上涨0.3%**。

PPI：2024年11月份，全国工业生产者出厂价格**同比下降2.5%**，降幅比上月收窄0.4个百分点，环比由上月下降0.1%转为上涨0.1%；工业生产者购进价格同比下降2.5%，环比下降0.1%。1—11月平均，工业生产者出厂价格**比上年同期下降2.1%**，工业生产者购进价格下降2.2%。



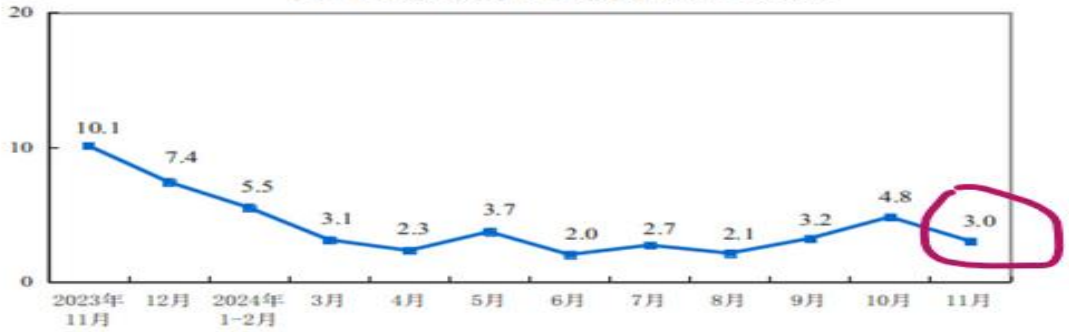
二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标2：社零总额

11月份，社会消费品零售总额43763亿元，同比增长3.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额38998亿元，增长2.5%。1—11月份，社会消费品零售总额442723亿元，同比增长3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额397960 亿元，增长3.7%。

11月份，城镇消费品零售额37596亿元（占比85.9%），同比增长2.9%；乡村消费品零售额6167亿元，增长3.2%。1—11月份，城镇消费品零售额382720亿元（占比86.4%），增长3.3%；乡村消费品零售额60003亿元，增长4.3%。

图1 社会消费品零售总额同比增长速度



2024年11月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	11月		1—11月	
	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）
社会消费品零售总额	43763	3.0	442723	3.5
其中：除汽车以外的消费品零售额	38998	2.5	397960	3.7
其中：限额以上单位消费品零售额	17748	1.3	173398	2.6
其中：实物商品网上零售额	-	-	118059	6.8
按经营地分				
城镇	37596	2.9	382720	3.3
乡村	6167	3.2	60003	4.3
按消费类型分				
餐饮收入	5802	4.0	50169	5.7
其中：限额以上单位餐饮收入	1297	2.5	13902	3.1
商品零售额	37961	2.8	392554	3.2
其中：限额以上单位商品零售额	16451	1.2	159496	2.5
其中：粮油、食品类	1894	10.1	19586	9.9
饮料类	255	-4.3	2939	3.2
烟酒类	511	-3.1	5524	5.2
服装、鞋帽、针纺织品类	1480	-4.5	13073	0.4
化妆品类	434	-26.4	4015	-1.3
金银珠宝类	268	-5.9	2997	-3.3
日用品类	758	1.3	7352	2.7
体育、娱乐用品类	148	3.5	1283	10.5
家用电器和音像器材类	1200	22.2	9189	9.6
中西药品类	622	-2.7	6467	3.6
文化办公用品类	453	-5.9	3880	-1.3
家具类	190	10.5	1505	2.9
通讯器材类	793	-7.7	7169	9.5
石油及制品类	1853	-7.1	22021	0.6
汽车类	4765	6.6	44763	-0.7
建筑及装潢材料类	171	2.9	1510	-2.3

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标3：固定资产投资

2024年1—11月份，全国固定资产投资（不含农户）465839亿元，同比增长3.3%（按可比口径计算），其中，民间固定资产投资233689亿元（占比50.2%），下降0.4%。从环比看，11月份固定资产投资（不含农户）增长0.10%。

第一产业投资8709亿元（占比1.9%），同比增长2.4%；第二产业投资161632亿元（占比34.7%），增长12.0%；第三产业投资295498亿元（占比63.4%），下降1.0%。

第二产业中，工业投资同比增长12.1%。其中，采矿业投资增长10.3%，制造业投资增长9.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长23.7%。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.2%。其中，水利管理业投资增长40.9%，航空运输业投资增长18.2%，铁路运输业投资增长15.0%。

分地区看，东部地区投资同比增长1.4%，中部地区投资增长4.8%，西部地区投资增长1.4%，东北地区投资增长2.9%。

分登记注册类型看，内资企业投资同比增长3.1%，港澳台企业投资增长7.2%，外商企业投资下降20.0%。

1—11月份，全国房地产开发投资93634亿元（占比20.1%），同比下降10.4%（按可比口径计算）；其中，住宅投资71190亿元，下降10.5%。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标4：房价

11月全国70个大中城市同比上涨的有3个（太原、上海、西安），1-11月份同比上涨的有2个（上海、西安）。11月份环比上涨的城市有17个，持平的有4个（10月份环比上涨只有7个）。

11月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降4.3%，降幅比上月收窄0.3个百分点。其中，北京、广州和深圳分别下降5.3%、9.9%和7.1%，上海上涨5.0%。一线城市二手住宅销售价格同比下降8.0%，降幅收窄1.6个百分点，其中北京、上海、广州和深圳分别下降6.2%、4.9%、11.9%和9.0%。

11月份，二线城市新建商品住宅销售价格同比下降5.8%，降幅比上月收窄0.2个百分点；二手住宅同比下降8.4%，降幅收窄0.4个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格同比下降6.5%，降幅收窄0.1个百分点；二手住宅同比下降8.8%，降幅收窄0.2个百分点。

1-11月份，新建商品房销售面积86118万平方米，同比下降14.3%，其中住宅销售面积7.22亿平方米，下降16.0%。新建商品房销售额85125亿元，下降19.2%，其中住宅销售额下降20.0%。

11月末，商品房待售面积73286万平方米，同比增长12.1%。其中，住宅待售面积增长18.4%。（11月末住房施工面积508389亿平方米）

总体上：量价还在跌，但11月的环比数据有明显改善。

表1：2024年11月70个大中城市新建商品住宅销售价格指数

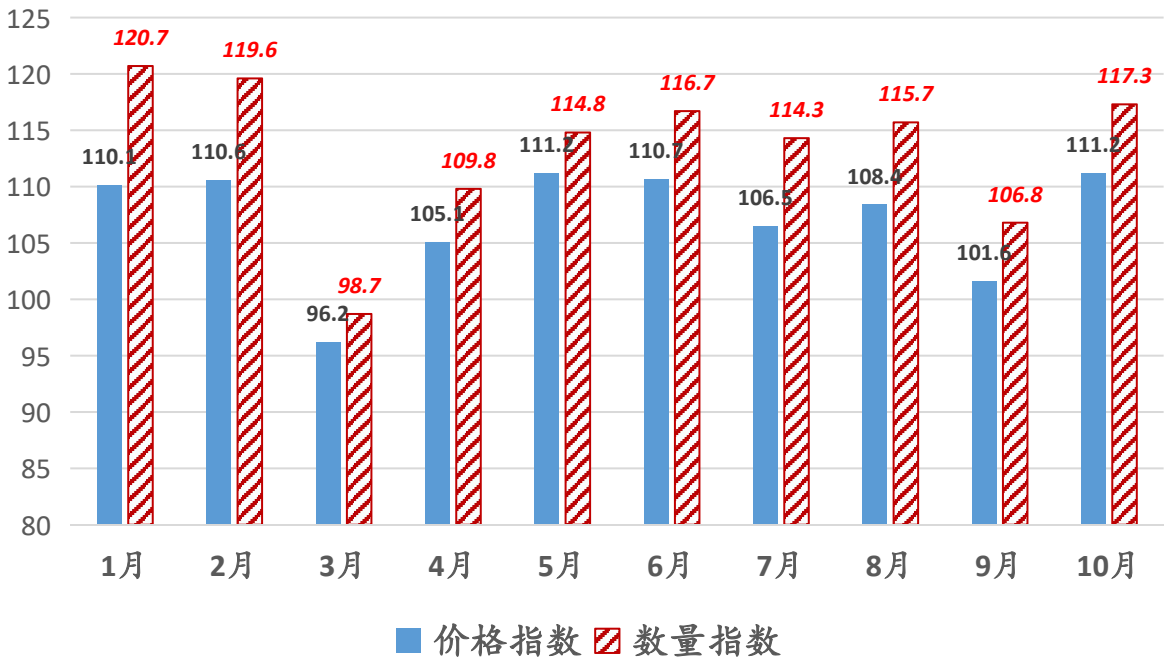
城市	环比	同比	1-11月平均	城市	环比	同比	1-11月平均
	上月=100	上年同月=100	上年同期=100		上月=100	上年同月=100	上年同期=100
北京	99.5	94.7	97.9	唐山	99.3	92.1	94.3
天津	100.3	97.1	99.2	秦皇岛	99.4	92.8	94.6
石家庄	99.9	97.3	98.4	包头	99.6	93.1	94.5
太原	100.1	100.5	99.8	丹东	99.5	94.0	95.6
呼和浩特	99.3	94.6	96.6	锦州	100.3	95.0	96.8
沈阳	99.9	95.6	96.3	吉林	99.7	94.7	97.1
大连	99.2	93.6	94.8	牡丹江	99.5	92.8	94.4
长春	100.2	96.8	97.0	无锡	99.2	95.7	96.7
哈尔滨	99.6	93.3	95.2	徐州	99.5	92.3	92.7
上海	100.6	105.0	104.5	扬州	99.6	93.7	94.4
南京	100.1	92.4	92.3	温州	99.9	89.4	92.9
杭州	100.9	97.4	99.2	金华	99.4	88.5	91.2
宁波	100.2	91.2	94.1	蚌埠	99.5	92.9	95.2
合肥	99.4	93.7	96.4	安庆	99.8	93.2	94.1
福州	99.7	91.0	93.8	泉州	98.7	91.6	96.4
厦门	100.5	90.0	91.7	九江	99.0	91.8	93.3
南昌	99.9	93.2	94.4	赣州	100.0	93.8	94.6
济南	99.8	93.5	97.0	烟台	99.7	93.9	95.3
青岛	99.8	93.1	95.1	济宁	99.9	93.9	94.8
郑州	99.7	93.1	94.1	洛阳	99.8	93.5	95.3
武汉	100.4	90.6	93.5	平顶山	100.1	97.8	97.4
长沙	99.4	93.3	97.6	宜昌	100.3	94.9	95.6
广州	99.7	90.1	92.0	襄阳	99.5	92.6	94.7
深圳	100.3	92.9	93.1	岳阳	99.8	93.3	94.8
南宁	100.0	92.3	93.7	常德	99.3	90.9	93.5
海口	99.8	94.7	97.8	韶关	99.5	94.1	94.3
重庆	100.3	94.2	97.0	湛江	100.9	91.8	92.4
成都	100.5	95.5	99.3	惠州	99.4	92.8	93.2
贵阳	100.0	94.9	96.9	桂林	99.8	96.2	96.1
昆明	99.7	91.8	94.8	北海	99.5	94.6	97.3
西安	99.8	100.3	103.2	三亚	99.6	95.5	98.8
兰州	99.9	91.5	94.2	泸州	99.8	91.7	93.8
西宁	99.5	93.4	94.2	南充	100.3	96.7	97.3
银川	99.8	94.7	96.1	遵义	99.5	96.0	97.2
乌鲁木齐	100.0	96.4	97.2	大理	99.6	93.9	96.2

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标5：进出口

2024年前11个月，我国货物贸易进出口总值39.79万亿元人民币，同比增长4.9%。其中，**出口23.04万亿元，增长6.7%；进口16.75万亿元，增长2.4%。**按美元计价，前11个月，我国进出口总值5.6万亿美元，增长3.6%。其中，出口3.24万亿美元，增长5.4%；进口2.36万亿美元，增长1.2%。

按人民币计价，11月进出口总值同比增长1.2%。其中，出口同比增长5.8%，进口同比下降4.7%。按美元计价，11月进出口总值同比增长2.1%。其中，出口同比增长6.7%，进口同比下降3.9%。



2024年1-10月出口价格指数和数量指数

数据来源：中国海关

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标6：规上工业企业利润

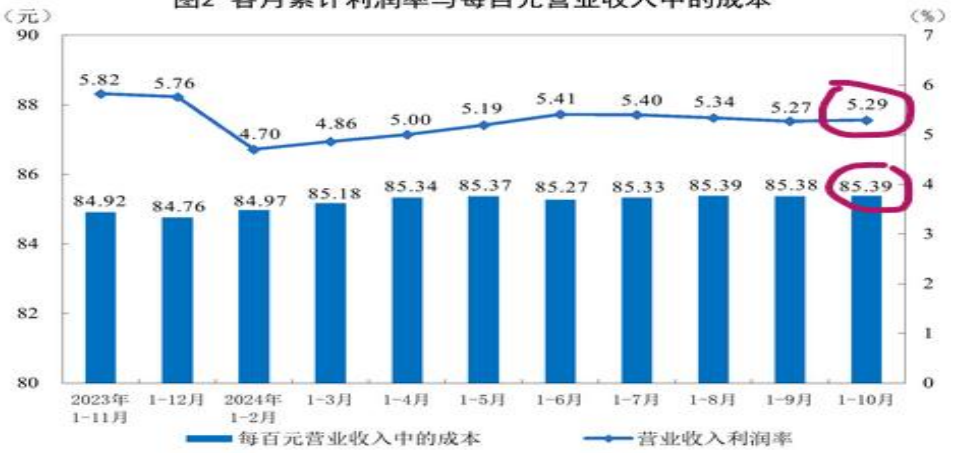
1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额58680.4亿元，同比下降4.3%。

1—10月份，主要行业利润情况如下：有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长40.0%，电力、热力生产和供应业增长13.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长8.4%，纺织业增长5.3%，农副食品加工业增长2.8%，通用设备制造业下降0.1%，石油和天然气开采业下降1.8%，汽车制造业下降3.2%，电气机械和器材制造业下降5.1%，专用设备制造业下降5.2%，化学原料和化学制品制造业下降7.7%，煤炭开采和洗选业下降23.7%，非金属矿物制品业下降49.6%，石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业同比由盈转亏。

10月末，规模以上工业企业应收账款26.33万亿元，同比增长7.8%；产成品存货6.53万亿元，增长3.9%。

图1 各月累计营业收入与利润总额同比增速

图2 各月累计利润率与每百元营业收入中的成本



二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标7：工业增加值

11月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.4%。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长0.46%。1—11月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%。

11月份，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。汽车制造业增长12.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长7.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长9.3%。

11月份，规模以上工业619种产品中有374种产品产量同比增长。其中，钢材11881万吨，同比增长5.1%；汽车344.8万辆，增长15.2%，其中新能源汽车157.4万辆，增长51.1%。

11月规模以上工业企业实现出口交货值1.36万亿元，同比名义增长7.4%；1-11月出口交货值13.92万亿元（占出口60.4%），同比名义增长4.2%。

11月产品销售率97.1%，同比下降0.4个百分点；1-11月产品销售率96.4%，同比下降0.6个百分点。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标8：制造业PMI

11月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.3%，比上月上升0.2个百分点，制造业扩张步伐小幅加快。从企业规模看，大型企业PMI为50.9%，比上月下降0.6个百分点，高于临界点；中型企业PMI为50.0%，比上月上升0.6个百分点，位于临界点；小型企业PMI为49.1%，比上月上升1.6个百分点，低于临界点。

图1 制造业PMI指数（经季节调整）

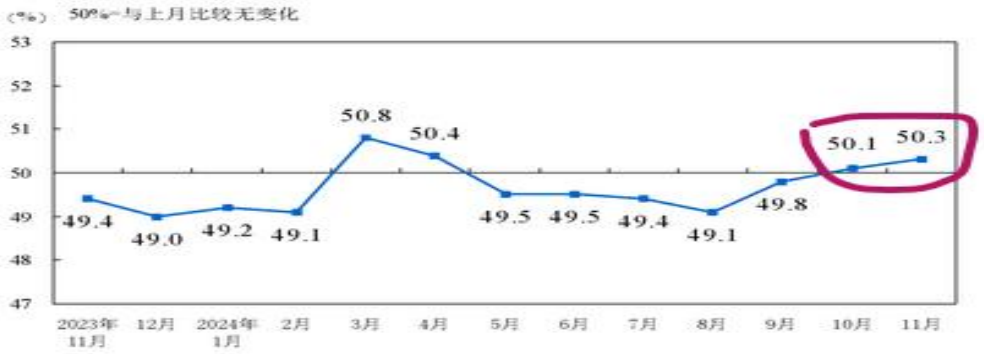


表1 中国制造业PMI及构成指数（经季节调整）

单位：%

	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2023年11月	49.4	50.7	49.4	48.0	48.1	50.3
2023年12月	49.0	50.2	48.7	47.7	47.9	50.3
2024年1月	49.2	51.3	49.0	47.6	47.6	50.8
2024年2月	49.1	49.8	49.0	47.4	47.5	48.8
2024年3月	50.8	52.2	53.0	48.1	48.1	50.6
2024年4月	50.4	52.9	51.1	48.1	48.0	50.4
2024年5月	49.5	50.8	49.6	47.8	48.1	50.1
2024年6月	49.5	50.6	49.5	47.6	48.1	49.5
2024年7月	49.4	50.1	49.3	47.8	48.3	49.3
2024年8月	49.1	49.8	48.9	47.6	48.1	49.6
2024年9月	49.8	51.2	49.9	47.7	48.2	49.5
2024年10月	50.1	52.0	50.0	48.2	48.4	49.6
2024年11月	50.3	52.4	50.8	48.2	48.2	50.2

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标9：货币与社融

中国11月M2货币供应量同比增长7.1%，M1同比下降3.7%。M0同比增长12.7%。

2024年前十一个月社会融资规模增量累计为29.4万亿元，比上年同期少4.24万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加16.21万亿元，同比少增4.91万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少3241亿元，同比多减1670亿元；委托贷款减少558亿元，同比多减800亿元；信托贷款增加3826亿元，同比多增2597亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1964亿元，同比多减2047亿元；企业债券净融资1.93万亿元，同比多257亿元；政府债券净融资9.54万亿元，同比多8668亿元；非金融企业境内股票融资2416亿元，同比少5007亿元。 2024年11月末社会融资规模存量为405.6万亿元，同比增长7.8%。

1-11月份新增人民币贷款17.1万亿元，2023年前11个月我国人民币贷款增加21.58万亿元，同比多增1.55万亿元。 11月人民币贷款增加1.09万亿元，同比少增1368亿元。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

指标10：FDI、外汇储备及汇率

2024年1至11月，全国新设立外商投资企业52379家，同比增长8.9%；实际使用外资金额7497亿元人民币，同比下降27.9%。

从行业看，制造业实际使用外资2025亿元人民币，服务业实际使用外资5288.3亿元人民币。高技术制造业实际使用外资825.3亿元人民币，占全国实际使用外资的11%。医疗仪器设备及仪器仪表制造业、计算机及办公设备制造业、专业技术服务业实际使用外资分别增长53.4%、39.1%和19%。外资在适应中国经济结构转型升级。

从来源地看，德国、新加坡、瑞士实际对华投资分别增长10.9%、4.8%、4%。

截至2024年11月末，中国外汇储备规模为32659亿美元，较10月末上升48亿美元，升幅为0.15%，资本跨境双向流动较为平稳。

相对于10月底，11月底美元指数上涨1.61%，人民币对美元汇率贬值1.79%（收盘价）。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

整体上，中国经济表现出了足够的韧性，在持续修复向好。尤其是第二产业投资（工业投资）、第三产业中的基础设施投资，规上工业增加值（尤其是高科技企业）以及经济的出口亮眼。存在以下几个问题仍然需要重点关注：

1、内部需求不足。主要体现为社零增速不高（11月同比3.0%），民间投资下滑0.4%，第三产业投资下滑1.0%，以及区域上东部投资放缓（1.4%）。

2、房地产止跌回稳还需要持续用力。房地产投资和销售还处于深度下滑状态（1-11月份投资下滑10.4%，住宅销售面积下降16.0%，住宅销售额下降20.0%）。从房价环比来看，边际有明显改善迹象。

3、物价水平低位运行。11月份CPI同比上涨0.2%，环比下降0.6%；1-11月份CPI同比上涨0.3%。11月PPI同比下滑2.5%，1-11月同比下滑2.1%。

4、外资问题要高度重视。1-11月外资投资下滑20%，实际利用外资下滑27.9%。

5、在外汇储备增加的背景下，11月单月汇率下跌幅度偏大（对美元贬值1.79%）。

三、相关思考与政策建议

超常规逆周期政策+制度安排“双轮”驱动模式推动经济持续向好。

1、扩大内部需求。促消费的政策力度可以加大，“两新”范围扩大，比如扩大至家居、电子产品等。外部市场未来存在较大的变数（关税等）。坚持就业优先，薪酬+资产性收入。

2、激励创新。保持高技术制造业的高投资增速，创新是根本任务。

3、持续推动房地产止跌回稳。用好用足落实好现有各项政策，因城施策。

4、降准降息。政策性利率可能会触及2.5%及以内，货币政策在推动物价回升上要发挥关键作用。

5、扩大财政赤字率。明年两会公布的赤字率可能会超过3.5%，超常规重点体现在财政政策上。

6、防止汇率超调。超常规逆周期政策中，用更加积极的财政政策对冲降息带来的贬值压力。以我为主，可稳中有贬，同时需要观察美联储的货币政策变化力度。

7、释放市场活力。统筹“有效市场”与“有为政府”，加快出台《中华人民共和国民营经济促进法》，加大
开放力度（制度型开放），加大正向激励的行政措施，释放市场活力。

感谢主持人、各位专家和CMF工作团队！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

聚焦政策变化窗口期的中国宏观经济，CMF月度报告发布

12月17日，CMF 宏观经济月度数据分析会（总第75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**“政策变化窗口期的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家**杨瑞龙、王晋斌、丁安华、闫衍、陈李、崔历、程实**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院原常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌教授**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、政策变化窗口期

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

三、政策思考及建议

一、政策变化窗口期

（一）信号1：中央经济社会发展目标完成预期的变化

第一个信号是中央对经济社会发展目标的完成情况预期表达了越来越强的信心。9月26日的表述为“努力完成”，到了12月9日，表述变为“将顺利完成”，再到12月12日，进一步明确为“定能完成”。这些变化表明，中央对于完成本年度及下一年度的经济任务持有坚定态度，**强调稳定增长是当前中央层面的首要任务。**

（二）信号2：房地产止跌回稳

从9月26日的政策来看，**提出房地产市场止跌回稳和资本市场的提振。**到了12月9日，政策焦点强调稳定楼市和股市。12月12日，政策进一步强调了持续推动房地产市场止跌回稳。房地产市场的稳定化进程仍需时日，但股市自10月以来经历了一轮显著上涨，尽管近期有所回调，股指仍维持在3300-3400点的较高水平，相较于之前的2700点有显著提升。然而，房地产市场尚未展现出类似的复苏态势，因此需要持续的政策支持以实现其稳定。这一政策信号

强烈表明，资产价格已被纳入宏观调控的视野，甚至被完全纳入宏观政策框架，成为值得关注的问题。

（三）信号3：更加积极的财政政策

9月26日，政策层面提出了加大财政货币政策逆周期调节力度的指导方针。12月9日，进一步强调了加强超常规逆周期调节。12月12日，政策明确提出提高财政赤字率，确保财政政策的持续性和有效性。相较于以往政策，这一表述更为具体和明确。11月8日，政府批准了6万亿人民币的地方政府债务限额置换，并于次日迅速下达至各地，显示出政策执行的高效率。自2024年起，计划每年新增8000亿元人民币的地方政府专项债券用于债务化解，总体规模达10万亿人民币。**这一举措标志着债务从隐性向显性或法定债务的大规模置换过程。**在此过程中，财政部估算利息支出将减少约6000亿元人民币，这反映了更为积极的财政政策取向，包括提高财政赤字率和加大债务置换力度。

（四）信号4：适度宽松的货币政策

9月26日，政策层面提出了降低存款准备金率并实施有力的降息措施。11月9日，货币政策转向适度宽松。12月12日，政策进一步明确了货币政策工具的总量和结构双重功能，强调适时降准降息，保持流动性充裕，并确保社会融资规模、货币供应量增长与经济增长、价格总水平预期目标相匹配。这一政策导向与2020年四季度至2023年三季度的提法有显著变化，当时强调货币量融资规模与名义经济增速基本匹配，其中名义经济增速定义为实际 GDP 加上物价。**而现在提出的是与价格总水平预期目标相匹配，这标志着货币政策的重心转向了价格水平的预期管理，而不仅仅是当前物价水平。**这种转变突出了货币政策的主动性和能动性，强调了价格预期管理的重要性，这对政策制定和操作有显著影响。2024年一季度，人民银行的基调是加强逆周期和跨周期调节。当前的适度宽松货币政策坚持稳中求进的工作总基调和新发展理念，货币政策依然包含了跨周期因素，并把促进物价合理回升作为重要考量，表明物价已成为央行货币政策未来考虑的关键性指标。

（五）信号5：稳外贸稳外资

在9月26日的政治局会议上，提出了加大引资稳资力度，并进一步优化市场化、法治化和国际化的一流营商环境。相较于党的二十届三中全会提出的营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，当前的政策导向更加迫切，信号也更为强烈。12月9日的政治局会议进一步强调了扩大高水平对外开放，以及稳定外贸和外资的重要性。稳外贸稳外资的政策自2018年中央

经济工作会议提出以来，一直作为长期战略性信号沿用至今，显示出政策的连续性和稳健性。

（六）信号6：制度改革与活力释放

9月26日的中央政治局会议提出了加快出台民营经济促进法。12月9日，会议进一步强调了推动标志性改革举措的落地见效，这与出台民营经济促进法具有紧密的关联性。12月12日的中央经济工作会议强调了统筹有效市场与有为政府之间的关系，形成既放得活又管得住的经济秩序。同时会议提出要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。会议还强调了基层松绑减负的重要性，以充分发挥想干事、会干事、能干事人员的能力。从六大信号可以看出，当前的政策提法与以往有所变化，总体上呈现出政策与制度双轮驱动的实施方案。**这不仅涉及加大超常规逆周期政策的调节，还包括在激发市场活力的制度上形成配合。**良好的政策配合激励相容的制度，才能发挥出最佳效果，因此，可以将其归纳为“双轮驱动”的综合施策方案。从11月的政策实施情况来看，虽然政策效果存在一定的时滞，但在某些方面已显现效果，而其他方面则需要进一步观察，以评估政策落地加快后带来的积极变化。

二、窗口期重点指标及需要关注的问题

（一）指标1：物价水平

11月份物价水平环比下降0.6%，同比上涨0.2%，而1-11月份 CPI 同比上涨0.3%。这一物价水平偏低。对企业而言，价格是一个关键变量，因为利润是名义变量。低价格使得企业盈利困难，即使生产量增加，也不一定能带来相应的利润增长，从而凸显了价格水平的重要性。

11月份 PPI 同比下降2.5%，1-11月份累计下降2.1%。尽管11月份 PPI 环比上升0.1%，这一变化在连续数月环比负增长的背景下显得尤为不易，可以视为一个积极的信号。整体物价水平还是偏低的。

（二）指标2：社零总额

2024年11月份社会商品零售总额同比增长3.0%，1-11月份累计增长3.5%。整体销售增速表现不理想。2023年11月份的增速受到2022年疫情影响，导致基数较高。整体社会商品零售总额的增速仍有进一步提升的空间。

在具体品类中，汽油、汽车、建筑和装潢的同比增幅均较小，尤其是汽车行业出现负增长。尽管汽车在11月份的涨幅达到6.6%，但1-11月份的增幅仅为0.7%。建筑和装潢在11月份显示出明显回暖，同比涨幅为2.9%，1-11月份仍为-2.3%。由于建筑与房地产密切相关，因此需要持续的政策支持。相比之下，餐饮行业表现较好，1-11月份的销售收入同比增长5.7%，在整个社会商品零售总额中占比接近11-12%。**总体来看，社会商品零售总额呈现出结构性分化，总量略显不足。**

（三）指标3：固定资产投资

1-11月份，整体固定资产投资同比增速为3.3%，不同产业间的增速差异显著。第一产业保持稳定，占比较低，同比增幅维持在2-3%。第二产业占总投资的三分之一，增速高达12%。第三产业占比超过63%，但下降了1.0%，其下降对就业市场构成一定压力。在第二产业中，工业投资增长12%，制造业投资增长9.3%，这一增速与技术转型和高技术增长的推动密切相关。第三产业主要依赖基础设施投资，其增长为4.2%，但整体投资下降了1%，其他服务类行业的投资表现较弱。

从地区角度分析，东部地区的投资增速仅为1.4%，不够理想，考虑到东部投资占固定资产投资的占比较高，这表明整体投资面临压力。

按注册类型划分，外资投资下降了20%。从房地产角度来看，1-11月份投资下降了10.4%，呈现深度下滑。房地产投资在固定资产投资中的占比接近20%，为多年来较低水平，接近跌破20%，而过去最高时达到26%-27%。住宅投资下降了10.5%，显示出投资的分化现象。尽管整体投资保持了3.3%的增长，但民间投资占比约为50.2%，从历史角度来看也处于相对较低水平，下降了0.4%。总体而言，**投资的维持主要依靠第二产业投资和第三产业中的基础设施投资**，而其他一些投资领域表现偏弱。

（四）指标4：房价

11月份房价表现出明显的改善趋势。具体来看，环比涨幅的城市数量从10月份的7个增加至11月份的17个，显示出明显改善。此外，11月份的房价同比上涨城市数量为3个，而在1-11月份期间，同比上涨的城市仅有上海和西安两个。在一线城市中，11月份房价同比下降了4.3%，降幅有所收窄。二手房市场同比下降了8%。对于二线城市，11月份新房价格下降了5.8%，二

手房下降了8.4%；三线城市新房价格下降了6.5%，二手房下降了8.8%。从这些数据可以看出，房价下降幅度呈现出三线大于二线大于一线的状态。

1-11月份，商品房销售面积同比下降了14.3%，其中住宅销售面积下降了16%。销售额方面，1-11月份同比下降了20%，而销售面积下降了16%，销售额的下降幅度大于销售面积的下降幅度，市场价格出清功能仍在发挥作用。截至11月末，待售面积超过7亿平方米，同比增长了12.1%。同时，住房施工面积超过50亿平方米。根据当前销量，房地产的供给和需求之间的去库存周期可能会比较长。尽管11月份房价仍在下跌，但环比价格数据的明显改善显示出政策作用带来的积极信号。11月份环比价格上涨的城市数量达到了17个，超过了20%，这表明市场出现了止跌回稳的迹象。

（五）指标5：进出口

本年度进出口表现突出。除了3月份由于基期效应或1、2月份的赶货现象导致价格指数和数量指数跌破100%外，1-11月份的数据均显示价格指数和数量指数呈现双向增长趋势。因此，今年的出口表现超出预期。具体来看，出口增长了6.7%，即使以美元计价，前11个月的出口增长也达到了5.6%。从11月单月的视角来看，出口增长了5.8%，而以美元计价的11月份出口增长速度更大，达到了6.7%。在全球经济增长相对不乐观的背景下，尤其是在世界经济进入“软着陆”进程中，中国出口的表现超出了预期。

（六）指标6：规上工业企业利润

营业收入环比增长率为正，而利润增长率为负。这一现象可能由成本上升或企业应收账款数量的显著增加导致，后者尚未转化为实际利润。具体数据显示，利润增长率为-1.3%，而营业收入增长率为1.9%。至11月末，规模以上工业企业的应收账款数额显著增长，超过26万亿。规模以上工业企业的整体利润增长率下降了4.3%，同时成本也有所轻微变化。

（七）指标7：工业增加值

增加值数据显示出积极趋势，增长率为5.4%，表明工业生产表现良好。从环比角度来看，工业生产呈现增长态势。在前11个月中，工业增加值增长率为5.8%，超过了同期国内生产总值（GDP）的增速，对全年经济增长起到了关键作用。11月份，有34个行业的增加值实现了正增长，其中汽车行业增长尤为显著，达到了12%。从产品角度来看，钢材和汽车产量增长较多，

尤其是新能源汽车，其增长率达到了51%。11月份规模以上企业的出口交货值为1.36万亿元，同比增长7.4%。1-11月份的出口交货值累计为13.92万亿元，出口交货值与出口的比值达到60%，同比增长4.2%。这一数据显示，**工业对出口的支持是今年出口大幅增长的重要供给因素。**尽管从产品销售角度来看存在一定压力，但整体而言，市场表现健康，11月份略有下降。

（八）指标8：制造业 PMI

11 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.3%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业扩张步伐小幅加快。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.9%，比上月下降 0.6 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 50.0%，比上月上升 0.6 个百分点，位于临界点；小型企业 PMI 为 49.1%，比上月上升 1.6 个百分点，低于临界点。

（九）指标9：货币与社融

当前货币供应量较为充足，M2增速达到7.1%。结合物价和 GDP 增速计算，考虑到货币流通速度后，该增速被认为是合理且充裕的。今年前11个月，社会融资规模较去年同期减少了4.24万亿元，但 GDP 较去年是增加的。社会融资规模和对实体经济的贷款均有所减少。**这表明央行在货币供给方面，除了其传统的外生性角色外，现在需要更多考虑需求因素，需求因素可能已经对央行货币供给的增加产生了直接影响。**因此，提振市场需求对于发挥央行货币供给效能至关重要。

在社会融资方面，今年政府债券融资规模接近10万亿元，显示出财政政策的更加积极的作用。在企业与居民需求尚未充分复苏的情况下，政府的引导作用尤为重要。

（十）指标10：FDI、外汇储备及汇率

今年外国直接投资（FDI）增长了8.9%，但实际使用外资金额出现了27.9%的较大幅度下滑。下滑的原因复杂多样，包括地缘政治因素以及中国经济结构的转型。外资在中国的减少与中国经济结构性转型密切相关，因为中国更多地需要使用高技术行业的外资，尤其是在医疗仪器、计算机、专业服务和技术服务领域，这些领域的外资增速都较高，总量占全国使用外资的11%。**因此，外资的下降在一定程度上反映了中国经济结构的转型。**普通行业的外资在中国的竞争力不足，导致外资流入下降。这一现象应从多方面、多视角进行理解，包括地缘政治因素和中国产业结构的转型升级。

从外资来源地来看，德国、新加坡和瑞士保持了较好的增长速度。在外汇储备方面，截至11月末，情况相对稳定。然而，从汇率角度来看，11月份美元指数上涨超过1%，而人民币对美元贬值了1.79%，表明人民币在11月份的贬值幅度相对较大，这与市场预期有较大关联。

了解过以上十个指标后，将重点讨论中国经济的一些窗口期重点指标和关键问题。

总体而言，中国经济显示出显著的韧性，国内市场的回旋余地大。在第二产业中，工业投资增速超过12%，这一增速对于中国经济结构转型升级至关重要，因为没有投资就不可能实现创新。在第三产业中，尽管整体投资下滑了1.0%，基础设施投资增速仍然保持良好，特别是铁路建设等领域。规模以上工业企业的增加值表现强劲，尤其是高科技企业，这反映了我们发展方向的坚持，也是坚持新发展理念的成果。出口方面，中国经济在全球各大经济体中以5%的增长率位居前列，显示出足够的韧性和良好的增长动力。

但同时也存在一些问题，**一是内需不足的问题不容忽视。**表现为社会消费品零售总额增速缓慢、民间投资下降、第三产业投资减少以及整体投资增速放缓。这些问题既涉及投资也涉及消费领域。**二是房地产市场的止跌回稳需要持续关注和努力。**当前房地产投资和销售仍处于深度下滑状态，其中投资下降10.4%，销售面积减少16%，住宅面积下降20%。尽管环比价格有所改善，但整体下滑趋势尚未得到有效遏制，需要进一步观察和应对。**三是物价水平偏低对企业利润产生影响。**物价偏低已持续20多个月，尽管物价指数仍在正常区间内，但GDP平减指数已连续五个季度为负，显示出物价水平有待提升。**四是外资问题应受到高度重视。**外资进入中国市场需具备成本控制和技术含量，这与以往有所不同。虽然部分外资可能会将成本转移，但加大外资进入中国的力度对于双方利用市场资源具有积极作用，有助于平衡双方利益，缓解地缘政治冲突和减少贸易摩擦。**五是在外汇储备增加情况下，单月汇率对美元贬值偏大，需要引起关注，央行多次强调防止汇率超调。**

三、相关思考与政策建议

政策导向和具体措施正在发生变化。**“超常规逆周期政策”重点要体现在财政政策和货币政策以及相应的制度安排上，形成了推动经济向好的双轮驱动模式。**

一是要扩大内部需求，包括增强促进消费的政策力度和执行效率。政策应考虑扩大“两新”（即新产品、新业态）以旧换新的范围，探讨是否将其扩展至家居建材产品。鉴于外部市场存在较大不确定性，内部需求的重要性愈发凸显，尤其是考虑到近期一些国家对中国出

口实施的关税措施。在内需政策中，坚持就业优先原则至关重要，因为就业是收入的主要来源。理想的收入结构应包括薪酬和资产性收入。稳定楼市和股市对于促进财产性收入同样重要，资产性收入对消费具有显著影响。随着利率下行区间，利息收入减少，理论上利率下行，风险资产价格应有所上升，进而带来资产性收入的增加。

二是要鼓励创新。无论是在超常规逆周期政策还是跨周期与逆周期政策的结合中，完整、准确、全面贯彻新发展理念至关重要。在新发展理念中，创新占据核心地位，它是中国未来在国际舞台上立足和参与竞争的基础。因此，必须保持高技术制造业的高投资增长，这需要通过各种政策支持实现，包括研发信贷和相应的终端产品消费支持政策。为了挖掘消费动力，应通过高质量的供给创造需求，并扩大需求的牵引作用，进一步引导高质量供给。在促进消费的政策中，应特别关注高产量或技术含量较高的产品，并考虑加大这些产品的支持力度。

三是持续推动房地产止跌回稳，用足用好落实好现有各项政策。例如，人民银行稍早的信贷政策已实施一段时间，但实际使用的额度不足。因此，关键在于充分利用信贷政策，根据各城市的实际情况制定相应的房地产政策。房地产市场并非全国统一大市场，而是一个需要因城施策的市场。在此背景下，全国性政策如 REITs 产品或区域性较大的地方金融政策可能更为适用。更重要的是坚持“房子是用来住的”原则，确保房地产市场的稳定对于整个金融体系的稳健和居民财富的保护至关重要。

四是降准降息。自疫情以来，政策性利率已从4.15%降至3.1%，降幅约为105个 BP，体现了稳中求进的工作总基调。尽管每次降息幅度较小，但明年继续降准降息是必要的。中央已明确表示，政策性利率多次降息，甚至可能降至2.5%的下限。货币政策在促进物价回升方面发挥着关键作用。如前所述，超常规逆周期政策主要体现在财政政策上，但需要货币政策提供较低的成本和充足的流动性，以实现相对低成本的资金支持。

五是扩大财政赤字率。预计明年两会公布的财政赤字率将有所提高，财政政策可能成为本轮逆周期政策的首要选项。其重要性、力度和作用将不亚于货币政策。

六是防止汇率超调。在逆周期政策中，一方面通过降息增加流动性，另一方面，预计美联储及其他国家也将采取降息措施。2025年美联储的利率中枢预计将高于今年9月份的水平，这一预期将在12月份的美联储议息决议中得到体现。由于美国通胀压力较大，加之资产价格持续上涨，财富效应对消费的刺激作用显著。美联储最近公布的数据显示，美国居民的净财

富，尤其是资产价格财富，随着股市和房地产市场的上涨而增加，净财富增幅较大。特朗普明年1月20日重返白宫后可能实施的关税政策，预计将对美国的通胀产生抬升作用。因此，预计美联储明年的降息幅度将低于先前的预期。在此背景下，我国在降息的同时如何稳定汇率成为关键问题。除了宏观审慎和微观监管的双支柱政策外，更积极的财政政策将有利于稳定汇率，对冲降息可能带来的贬值压力。积极的财政政策的有效实施将为货币政策降息提供更多空间，两者之间存在显著的政策组合效应。

七是要释放市场活力。统筹有效市场和有为政府，加快出台民营经济促进法，同时加大开放力度，尤其是制度性开放。这包括加快落实自贸区和自贸港的开放力度，以此作为稳定外资和外贸的重要措施。在制度层面，需要加强激励性的行政措施，减少官僚主义和形式主义，释放管理空间，并出台更多正向激励措施以激发市场活力。在有力的政策和相应制度安排的支持下，构建激励相容政策组合，“双轮驱动”将有效推动经济持续向好。

因此，我们对未来充满信心并抱有期待。特别是从今年9月份至明年两会期间，这一时段不仅是政策期待的窗口，也是政策不断出台和调整的时期，反映了推动中国经济持续向好回升的态度和决心。未来面临压力和困难不小，我们依然保持乐观，并对未来充满信心。

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“政策变化窗口期的中国宏观经济”展开讨论。

招商银行原首席经济学家、香港中文大学（深圳）客座教授**丁安华**指出，**尽管数据显示出边际改善，但中国经济的核心问题依然存在，主要集中于价格因素。**尽管实现5%的经济增长目标至关重要，但价格的合理回升更为关键，其重要性甚至超过了实现某一具体的经济增长目标。**价格问题直接反映了内需不足的矛盾，而这一矛盾尚未得到明显缓解。**从生产者价格指数（PPI）来看，其读数持续为-2.5%，已连续八个季度处于负增长区间。消费者价格指数（CPI）维持在接近零的水平，显然偏低。虽然普遍认为价格下降是有益的，但实际上需要一个适度的价格水平。政府工作报告中，总理每年都会提出中国消费物价指数的目标，近几年的目标均为3%。从这一目标来看，当前的价格指数与政府工作目标相差较大，而经济增长目标则基本能够实现。当前的核心问题仍然是价格问题，其反映了内需不足以及中国工业生产强劲而消费疲软的现状。

本年度中国经济的一个积极现象是出口表现良好。然而，展望未来，特别是在新的地缘政治影响下，尤其是考虑到特朗普若再次当选并威胁对中国出口实施高关税政策的情况，当前的出口形势值得关注。目前出口数据显示出积极趋势，部分原因可能是企业抢先出口以规避潜在的关税风险。因此，必须考虑明年可能面临的地缘政治或贸易风险。从这一角度来看，如果外部需求受到冲击，明年的价格趋势可能面临更严重的挑战。**如果明年遭遇严厉的贸易保护主义影响，外部需求可能成为一个重要的风险因素**，需要引起高度关注，并思考可能出现的不可预见事件。

中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席、中诚信国际信用评级有限责任公司董事长**闫衍**提到，从三大需求来看，最终消费对经济增长的贡献已从高点80%左右降至50%左右，尤其在去年三季度和四季度，以及最新三季度与一季度相比，下降了约十个百分点。总体而言，**最终消费对经济增长的贡献持续下降，**而出口对经济增长的贡献约为23%，约四分之一的增长贡献来自出口。**消费放缓和边际走弱的趋势仍在持续。**

今年以来，两新两重在提振消费、扩大内需和促进经济增长方面发挥了显著作用。本年度发行的超长期国债达到1万亿元，其中两新领域的投资占比为30%，两重领域的投资占比为70%。具体而言，3000多亿元的两新投资对 GDP 增长的贡献约为0.34个百分点，而0.7万亿元的两重投资对 GDP 增长的贡献约为0.1个百分点。超长期特别国债的发行对刺激消费、重大基础设施投资及经济增长具有明显效果。根据当前政策表述，预计未来将继续增加超长期国债的发行规模，加强对两新两重的支持。据此判断，今年的1万亿元超长期国债发行规模有望在明年扩大至1.5万亿元左右，以持续支持两新两重，进一步提振消费、扩大内需，并拉动经济增长。

东吴证券首席经济学家**陈李**认为，在特朗普竞选成功的背景下，一些外国投资者担忧，关税税率可能突然提升至60%，但考虑到其他因素，名义关税税率的实际提升可能从13%增加至30%。其次，**关税税率的提升并非目的本身，而是为了平衡贸易差额。**除了关税调整，主动进口和人民币汇率调整也是可行的手段。若通过后两种手段进行调整，对我国贸易和经济的展望将产生显著不同的影响。

在国内经济领域，应关注一线城市房地产市场的积极迹象。具体而言，深圳、上海、北京等一线城市的二手房成交在过去四个月内显著增加。若此趋势持续至2025年第一季度，预

计二手房价格将出现回升。这一现象可能表明36个一二线城市的房地产资产价格已逐渐触底，并可能对宏观经济形势产生积极推动作用。

建银国际证券董事总经理**崔历**指出，2024年的经济数据显示经济正在修复，但行业不平衡、内外需差异和企业盈利能力减弱等问题依然显著。**制造业表现强劲，而服务业复苏缓慢，外需出口保持强势，内需却相对疲软。**政府自9月份起实施的一系列措施对部分经济数据有所提振，尤其是房地产市场出现企稳迹象，但趋势性的倾向尚未扭转，消费能力的提升受到制约。政治局会议和经济工作会议均强调了支持经济的政策信号，特别提出明年要全方位扩大内需、提振消费、提高投资收益。结构性因素，如产业结构和消费占 GDP 比重偏低，加剧了经济下行压力，需要通过政策和改革来解决。

政策建议方面，重点在于稳定周期和推进改革。财政政策是关键，需要重视民生支出以支持消费，同时关注稳就业以增加收入和消费。改革方面，多元化产业发展、服务业增长、财政支出结构调整、社保改革、财税改革和央地关系改革等都是重点。提高投资收益和要素市场化技术也是中长期提高消费、推动需求端再平衡的关键。需求和供给的关系需要平衡，以支持生产力的提升。发展稳定的内需市场对于应对贸易战和去全球化趋势至关重要，这也是释放多方面活力、多行业发展、释放内需的重要途径。

工银国际首席经济学家**程实**指出，**政治局会议和2025年经济工作会议将全方位扩大内需作为首要任务，强调了提振消费的重要性。**从微观视角看，中国消费模式正经历显著变化，消费者偏好由外炫转向内愉，更加注重个性、务实、简约和品质。这种转变要求政策制定者和企业适应新的消费趋势，优化供给质量，以满足消费者对个性化和性价比的追求。同时，服务消费的增长潜力被看好，有望成为内需新的增长点，特别是在收入水平提升、科技创新和银发经济的推动下。

在宏观层面，中国消费模式可能与日本有相似之处，但微观层面更为复杂多样。地区间消费偏好存在差异，而人工智能和互联网的发展使得这些偏好更加紧密地相互渗透。政策建议包括释放服务消费增长潜力和发挥财政支出的杠杆效应和挤入效应。财政赤字的增加被认为可以显著提升居民消费支出，对经济增长和消费扩大具有短期和长期效应。**因此，优化基础性服务消费供给、激发改善型服务消费活力和培育壮大新型消费业态是释放消费潜力的关键方向。**这些措施将有助于适应消费模式的变化，提升内需，促进经济增长。

如何提振消费、扩大内需？

闫 衍 中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长

以下观点整理自闫衍在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年12月）上的发言

9 月 26 日政治局会议以来，一揽子增量政策效果逐步显现，11 月份的宏观数据延续边际改善，规模以上工业增加值、制造业投资尤其高新技术投资保持了较高增速，出口呈现出一定韧性，房地产销售额和销售面积降幅边际收窄。金融数据也有所改善，M1 降幅较 10 月大幅收窄 2.4 个百分点至-3.7%，M2 和 M1 剪刀差大幅收窄，表明化债在一定程度上缓释了地方政府的付息压力和融资平台的流动性压力。但与此同时，消费不足问题仍然比较突出，11 月社会消费品零售总额仅增长 3.0%，较上月回落 1.8 个百分点，1-11 月累计增长 3.5%，与前值持平。12 月的政治局会议和中央经济工作会议均提出要“大力提振消费”、“全方位扩大国内需求”。如何提振消费需求，成为当前宏观经济运行关注的重点，同时也是 2025 年在出口面临较大不确定性下对冲出口压力、实现 5%左右的经济增长目标的关键点。

一、当前我国消费需求主要特征

今年以来我国消费增长势头持续放缓，最终消费对经济增长贡献边际走弱。11 月社零同比增长 3.0%，1-11 月累计增长 3.5%，总体看增速并不高，与工业增加值 5.8%的增速相比有 2.3 个百分点的差距。从三大需求对 GDP 增长的贡献率来看，最终消费对增长的贡献从去年三、四季度的高点 80%左右，下降至现在的 50%左右，并且今年第三季度与第二季度相比，也下降了 10 个百分点，呈现持续下行态势。而出口对经济增长的贡献率达到了 23.8%，即约 1/4 左右的经济增长是由出口贡献的。整体来看，消费放缓和走弱趋势持续，并呈现出以下四个结构性特征：

一是商品消费与服务消费分化，服务消费显著偏离常态增长趋势。从服务消费和商品消费增速的变化趋势来看，服务消费增速放缓趋势更加明显，1-11 月服务零售额同比增长 6.4%，较去年大幅下降了 13.6 个百分点，而 1-11 月商品零售额同比增长 3.2%，仅较去年下降了 2.6 个百分点。从常态增长趋势来看，当前基础商品消费已经恢复到原有路径，而服务消费增长显著低于趋势线，并与趋势线之间的缺口越来越大，表明商品消费和服务消费分化进一步加

大。

二是消费结构分化，与房地产相关消费回落，升级类产品消费上行。当前房地产仍处于下行周期，导致房地产相关消费回落，其增速显著慢于社零额增速，对整体居民消费形成一定拖累。另一方面，通讯、体育娱乐、汽车等升级类产品消费占比波动上行，消费内部结构呈现分化趋势。

三是消费呈现区域分化态势，消费下沉现象突出。一二线城市消费增长走弱，三四线城市消费增长相对走强。2022 年以来三四线城市社零增长在总体社零增长中占比不断上升，2022 年达到 26.2%，较 2021 年大幅上升了 18.1 个百分点，虽然 2023 年有所回落，但 14%的水平仍高于其他年份。另外从不同城市的社零增速来看，三四线城市社零总体增速显著快于一二线城市。例如，今年前三季度洛阳社零额同比增长了 5.9%，北京则下降了 1.6%，消费下沉现象较为突出。

四是消费降级现象依然存在，终端消费的提振仍面临较大压力。疫情疤痕效应叠加前期房地产和股市下行导致财富缩水，居民消费降级的现象较为普遍。2019 年以来，食品烟酒消费在居民支出中的占比持续提升，由 28.2%上升至今年前三季度的 30.1%，恩格尔系数持续上行，消费降级特征突出。另外从我国几个购物平台的营收和经营利润增速来看，以消费降级为代表的拼多多今年上半年营收增长 104.9%，经营利润增长 198.3%，而阿里、京东营收和经营利润增长基本上为个位数，也体现出了明显的消费降级特征。

二、如何提振消费扩大内需？

近日召开的中央政治局会议和经济工作会议提出，要把扩大内需作为长期战略之举，加快补上消费短板，把扩大消费作为 2025 年经济工作任务的首位。这意味着扩大内需将成为明年宏观经济政策发力的重点，而提振消费是扩大内需的主要手段。根据中央经济工作会议，未来提振消费、扩大内需具体包括：“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”、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”等。当前投资已经进入了边际乘数效应递减阶段，消费乘数已显著高于投资乘数，未来需要进一步扩大消费，提升消费对经济增长拉动作用。具体来看，提振消费应采取以下措施：

一、继续发挥“两新”“两重”对消费和经济增长的拉动作用。今年以来，“两新”“两重”在提振消费、扩大内需以及拉动经济增长方面发挥了较大作用。从当前 1 万亿超长期特别国债的分配和使用效果来看，3000 亿元（30%）用于“两新”领域，大约拉动 GDP 增长 0.34 个百分点；7000 亿元（70%）用于“两重”领域，大约拉动 GDP 增长 0.1 个百分点。因此，2025 年应继续加大超长期特别国债发行规模，从今年 1 万亿元扩大至 1.5 万亿规模，加大对“两新”“两重”领域的支持，从而进一步提振消费，扩大内需，拉动经济增长。

二、消费品以旧换新政策效持续释放，进一步加大政策支持力度和范围。消费品以旧换新政策在推动家电、汽车及相关消费品销量增长方面起到了比较明显的作用。根据商务部数据显示，截至 12 月 13 日，消费品以旧换新政策已带动相关产品销售额超 1 万亿元。具体来看,汽车以旧换新带动乘用车销售量超 520 万辆;家电以旧换新带动八大类产品销售量超 4900 万台；家装厨卫换新带动相关产品销售超 5100 万件；电动自行车以旧换新带动新车销售近 90 万台。因此 2025 年应继续加大消费品以旧换新政策力度，加大超长期特别国债应用于以旧换新的规模，同时进一步扩围以旧换新领域。目前来看，今年上半年第一轮以旧换新主要围绕汽车、家电、家装等商品展开；下半年第二轮以旧换新扩大至汽车、家电、家装厨卫以及电动自行车等商品。2025 年应在上述基础上进一步扩围，将全品类家装家居、农机器具、手机和平板电脑等电子产品纳入消费品以旧换新政策，进一步扩大消费对经济增长的提振作用。

三、拓展服务消费供给，创造新需求，培育新型消费业态。今年 8 月份国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出通过优化和扩大服务供给，挖掘餐饮、家政等基础服务消费潜力，激发文旅、教育等改善型服务消费活力，培育数字、绿色等新型服务消费潜力，对拓展居民服务消费起到较为积极的效果。下一步需要从政策上加大转移支付力度和消费补贴范围，将消费补贴从过去的商品消费领域进一步扩大至服务消费领域，进一步扩展服务消费空间，从而带动整体消费提升。

四、将短期促消费与中期社会保障体系建设相结合，激发消费潜力。短期来看，要将促消费与惠民生相结合，重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶；通过发行超长期特别国债，加大惠民生财政补贴力度，通过政策刺激和财政补贴来进一步加大促消费力度。中长期来看，需要进一步推动社会保障体系改革，着重解决民生领域的医疗、教育、养老、托幼等短板问题，解决居民后顾之忧，提高消费意愿，释放居民大规模储蓄潜能。这其中最重

要的是要加强社会保障体系的改革。当前我国在社会保障方面，整体投入还相对较低，未来需进一步提升社会保障方面的财政支出力度，进一步改善居民消费预期，将短期政策和中长期改革结合起来，更好的激发消费潜力。

五、重视公共消费对扩大消费需求的支持作用。党的二十届三中全会提出，要合理增加公共消费。当前公共消费主要分布在社会性功能较强的行业领域，比如公共管理、卫生、教育和科研等，这些领域对于扩大公共消费、推动消费提升发挥着较强的拉动作用。但是，目前我国公共消费在总体消费中占比偏低。相关数据显示，我国公共消费水平处于发展中国家的中等水平，与发达国家和经济体相比仍有较大差距，公共消费还有一定提升空间。值得关注的是，目前公共消费尤其是地方政府公共消费支出，受地方债务风险化解压力影响，在过去一段时期面临较大的约束。后续随着地方政府债务风险的化解，未来在加大公共消费支出力度方面仍有一定的空间，从而进一步提升公共消费对总体消费的拉动作用。

六、多渠道增强消费能力，促进居民收入增长与经济增长同步。近期中央经济工作会议提出，促进居民收入增长和经济增长同步。目前来看，居民收入增长尤其是名义收入增长依然慢于 GDP 增长，因此在中央经济工作会议的政策推动下，预计居民收入尤其是居民可支配收入将会有所提升，对整个消费拉动作用会有所增强。目前国家居民人均可支配收入占人均 GDP 比例只有 43%，这与发达国家 70%左右的比重还存在较大差距。后续增加居民可支配收入，需要在改革和政策方面做出比较大的调整，例如通过降低居民社保缴费的比例来提升居民可支配收入增长。这些改革和政策调整短期内都会起到比较明显的效果，能够有效增加居民收入尤其是居民可支配收入增长，短期内对提振消费，扩大内需会起到比较重要的作用。

中国经济现状分析与未来政策展望

丁安华 招商银行原首席经济学家，香港中文大学（深圳）客座教授

以下观点整理自丁安华在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年12月）上的发言

一、经济现状分析

根据最新数据，尤其是11月的数据，中国经济在9月24日新闻发布会和9月26日政治局会议后出现了积极而显著变化，这些变化标志着政策调整的关键时期。基于这些观察，我们得出以下几点认识：

首先，我们已经就中国经济存在的问题及未来的政策措施形成共识，这一共识极为珍贵。最近召开的中国经济工作会议对中国经济问题进行了准确的界定。**会议归纳了当前遇到的问题，其中最主要的是内需不足。**其次，会议也承认当前企业生产经营面临的困难，包括职工收入增长乏力和风险因素上升等问题。进入第四季度，中央各部门在中央政治局的直接领导下密集出台了一系列政策。从11月份的数据来看，这些政策已初见成效。特别是 PMI（采购经理人指数）的最新读数已回升至荣枯线以上，这一积极变化是政策效果的体现。

尽管数据显示出边际改善，但中国经济的核心问题依然存在，主要集中于价格方面。笔者认为，尽管实现5%的经济增长目标至关重要，但价格的合理回升更为关键，其重要性甚至超过了实现某一具体的经济增长目标。当前的价格问题直接反映了内需不足的尖锐矛盾，而这一困境尚未得到明显缓解。从生产者价格指数（PPI）来看，最新读数为-2.5%，已连续八个季度处于负增长区间。消费者价格指数（CPI）维持在接近零的水平，显然偏低。虽然有观点认为价格下降对消费者是有益的，但实际上价格下降起不到刺激消费的作用，因为人们倾向于推迟消费。价格下行对企业盈利形成压力，不利于资本开支和增加就业。所以，一个扩张的经济需要一个适度的价格水平。每年的政府工作报告中，总理每年都会提出中国的消费物价指数的目标，近几年的目标均为3%。从这一目标的实现来看，当前的价格指数与政府工作目标相去甚远，而经济增长目标则基本能够实现。可见，**当前的核心问题仍然是价格问题，反映了内需不足以及中国工业生产强劲而消费疲软的现状。**

其次，本年度中国经济的一个积极现象是出口表现良好，外需不错而内需不足。然而，展望未来，特别是在地缘政治的影响下，特朗普再次当选并威胁对中国出口实施高关税政策的情况，明年的出口形势值得关注。尽管目前出口数据显示出积极趋势，部分原因可能是企业抢出口以规避潜在的关税风险。因此，我们必须考虑明年可能面临的地缘政治和贸易风险。从这一角度来看，如果外部需求受到冲击，明年的价格趋势可能面临更严重的挑战。这一逻辑是直接的：中国的制造业产能非常强劲，拥有完备的工业体系，从全球看，我国的制造业产能占比接近30%，而国内需求仅能消化不到15%的份额。中国强大的制造业产能过去严重依赖外部市场来消化。**如果明年遭遇严厉的贸易保护主义影响，外部需求萎缩，进而进一步加重内部供需的矛盾，这可能成为一个重要的风险因素，需要引起高度关注，并思考可能出现的不可预见事件。**

二、政策响应与挑战

近年来，中国强调了双循环战略的重要性，特别是要构建以内循环为主的发展模式。内循环为主的经济运行体系，必然要求生产能力与内部需求相适应。从这个角度观察，内部需求不足是所有问题的关键，在价格上表现为通缩。传统观点认为，提升内部需求主要有两种途径：一是通过投资拉动，尤其是政府在重大基础设施建设上的投资；二是通过居民消费。根据过去十年至二十年的观察，中国经济的刺激扩张，通常更倾向于采用投资拉动的方式。虽然投资拉动可以在短期内形成内部需求，但长期来看，这种方式会导致产能进一步扩张，从而与消费需求之间形成越来越大的缺口。

一个值得深思的现象是，中国经济增长目前维持在大约5%的水平，而制造业投资增长保持在10%附近，而高科技和高技术投资的增长率更是达到了15%。这些投资当然具有积极的意义，因为它们符合结构调整、技术更新和产业升级的需求。然而，如果我们将投资与消费结合起来看，就会发现存在的巨大缺口，加之社会零售商品增长仅为3%-4%，导致产能急剧扩张与最终消费不足的问题日益凸显，进而对价格形成下行压力。若明年外需市场受到冲击，价格趋势将面临挑战，不容乐观。因此，中国需要尽快摆脱通缩对经济长期发展的制约。通缩，即所谓的“deflation spiral”，是一个恶性循环，需要引起高度重视。这将是明年乃至更长一段时间中国经济面临的一个重大风险因素。

从政策角度分析，近期中央的重要会议传递出若干积极信号。**具体而言，政府采取了措施处理地方隐性债务问题，并通过高达十亿量级的专项债和国债安排来实现。**市场对此已有

积极的反应，财政部亦提供了明确的指导。然而，国债和专项债等财政安排的使用方向主要集中在债务化解和重大项目投资，尤其是基础设施领域，这仍然体现了投资拉动经济的性质。因此，若要通过财政政策直接支持民生并促进居民部门消费扩张，需要提高一般财政预算赤字。这一措施对于实现财政政策向民生领域的倾斜，以及直接刺激居民消费具有重要意义。

关于明年的财政赤字安排，目前尚未有明确的官方数字。市场预测及中央文件暗示，赤字率可能会适度提高，突破传统3%的限制，甚至可能达到4%。然而，这一增加的赤字率中有多少能够直接惠及民生，仍需进一步观察。市场将此视为当前的重大不确定因素，需要引起充分关注。今年实施的消费品以旧换新政策显示出明显的乘数效应，预计明年将继续执行。然而，该政策存在一些缺陷，主要在于限制了消费者的选择权。以旧换新的消费品主要集中在特定领域和商品，如家具、家电、汽车等，而服务消费领域则未涉及。因此，消费者在一定程度上失去了选择权。在此基础上，明年是否考虑进一步优化以旧换新政策，以及是否能够通过其它方式扩大消费者的选择权以促进消费，可能是关键问题。

三、未来经济展望与政策建议

提振消费，尤其是居民消费，涉及到一个核心的经济学问题：工资与通胀的关系。当前需要探讨的是如何提升工资收入或劳动收入，以及如何增加居民的可支配收入。根据统计局的数据，过去几年居民可支配收入的增长已出现放缓。此外，居民部门的财富也出现相当程度的收缩，负的财富效应制约了消费增长。收入放缓和财富缩水，对价格产生了负面的影响。若要走出通缩，这些因素均需纳入考量。

总结一下，有几点观察。一是共识的形成，推动了政策的调整；二是四季度以来，我国经济出现了一些积极变化。然而，展望明年中国经济可能面临的风险，需要考虑特朗普上台后可能带来的新边际变化。因此，对风险因素的充分考虑和评估显得尤为重要。从这一角度出发，政策需要具备一定的力度，行动要具有一定的速度。正如政治局会议所强调的，要采取超常规的逆周期政策，并在具体额度安排上展现出行动的勇气。

实际上，在财政额度安排方面，应解放思想。在某种程度上，一个有力度的、有决断的且规模较大的额度安排，最终可能起到事半而功倍的效果。这就是所谓的“前瞻管理”。财政刺激的规模，更主要的是向市场提供一个积极进取的信号，从而增强市场信心，实现市场

自我调整。最终国家可能无需投入过多资金就能实现预期效果，那么这种事半功倍的成效是理想的。

目前，各大机构对于明年的经济形势预测出现了一个有趣的现象：外资金融机构与内资金融机构年报展望，存在显著分歧。外资机构对明年的预测较为悲观，而内资投行则相对乐观。这种分歧本身就值得我们深思。在追求最佳结果的同时，我们不能回避当前经济面临的问题。目前已形成难得的共识，需要尽快制定一套强有力且快速执行的政策组合，以为明年的经济发展奠定更坚实的基础。

以改革提振内需，推动经济持续复苏

崔 历 建银国际证券董事总经理

以下观点整理自崔历在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2024年12月）上的发言

一、经济修复中的不平衡：

今年经济修复中存在较为显著的不平衡：首先，制造业增长势头稳健，而服务业的复苏滞后；制造业基本延续疫情前的增长趋势。而服务业的产出水平低于之前趋势预测值 15%-20%，地产以外的服务业亦是如此，部分领域的差距甚至更为显著。其次，**外需和出口强劲，但消费和就业弱，**采购经理人指数（PMI）中的就业指数指向持续下滑。此外，**尽管制造业产出表现强劲但企业利润下降**。下游需求不足与部分行业的供大于求，影响企业的盈利能力和投资收益率，相应影响股市的投资回报。

这些发展都显示内需不振是影响经济和资本市场的最关键因素。自 9 月份以来，政府采取了一系列政策措施提振内需，对部分经济数据产生了积极影响，尤其是在房地产市场方面，价格和销售均呈现出一定的企稳趋势。**然而，不平衡复苏的问题尚未得到根本扭转。**例如，11 月份的数据显示，虽然工业产出依然维持较强势头，但零售总额增长回落。尽管“以旧换新”等政策继续促进大类商品销售，但对总体消费水平并未形成持续的推动力，说明消费能力和意愿仍制约消费，定向刺激的影响有局限。

12 月的政治局会议与中央经济工作会议明确释放了继续支持经济的政策信号，以推动经济继续复苏，特别强调了 2025 年要全面扩大内需、提振消费、提高投资回报率。

内需不足与消费疲软背后有周期性因素，也有结构性因素。周期性因素主要表现为房地产市场的调整。随着地产开始企稳，其对经济的直接拖累也在收缩，其他行业的兴起则对冲了地产通过产业链对经济的冲击。例如，过往几年制造业投资表现依然强劲，未受到房地产下行的拖累，绿色产业和技术行业的快速发展对整体投资形成了一定支撑。但房地产周期仍可能通过财政与金融渠道传导，在中国主要是财政。尤其是土地收入的大幅减少，叠加其他财政收入下滑，对财政支出形成了明显的制约。相关测算显示，过去几年财政支出相较疫情

前减少了约 2 至 3 个百分点。与发达国家相比，中国在房地产市场下行期间，金融体系的传导管控较为稳健，整体信贷供给依然充裕，这与我国金融政策的预防性措施密切相关。

近期财政政策的调整对推动经济周期的企稳回升，对冲地产下行带来的收缩效应起到了关键作用，我们预计政策的持续调整和落地将进一步推动周期数据的回暖。未来财政保持支出力度，避免紧缩带来对经济和债务更大的压力，将是实现周期性企稳的重要保障。

二、结构性因素加大下行压力

除周期性因素外，结构性因素也加剧了当前经济下行的压力，需引起重视。**首先，产业结构的问题。**目前，中国服务业占 GDP 的比重仅约为 50%，而在相似发展阶段的其他国家，这一比例通常达到 60%-70%。疫情以来服务业的复苏滞后，更加大了经济结构的差别。服务业创造就业的容量大，服务业发展不足影响内需复苏的动力。

服务业占比小源于传统产业结构和政策导向等因素，但新增长动力下这一趋势仍在持续。例如，近年来部分新兴产业（如绿色产业）实现了较快增长，使得制造业投资整体表现依然强劲。然而，新兴行业的增长主要集中于制造业领域，对服务业的带动效应较为有限。

以绿色产业的快速发展为例，虽然投资规模上绿色产业基本能够对冲房地产投资下行带来的负面影响，但其受益行业主要在制造业领域，例如汽车、电气设备、部分金属行业等，对服务业的推动作用较弱。因此，推动绿色服务业的发展显得尤为重要。在政策层面可以通过一系列法规和制度创新，促进绿色服务行业的扩展，包括绿色产业转型咨询、绿色建筑、气候风险管理等相关领域的发展。这些行业不仅能够提高整体经济效率，推动经济结构转型，也有助于创造更多就业机会。

其次，内需结构问题。中国内需中消费占比低投资占比高，是经济结构中存在的长期现象。疫情前，中国经济呈现出向消费驱动型转型的温和再平衡趋势，消费占 GDP 的比重逐步上升，投资约束在供给侧改革的推动下加大，促进资本收益率有所回暖。疫情中断了这一趋势，再平衡过程停滞。居民收入占比下滑，预防性储蓄上升，进一步抑制了消费。投资占比持续较高而资本的边际收益率下降。

政府提出要在全面扩大内需的同时提高资本收益，如何解决当前经济结构中消费不足的问题就成为亟待解决的重要任务。正如丁首席所指出的，盲目扩大投资可以短期提高内需但

可能会带来负面效果。供给过剩将带来投资收益率的进一步下滑。这就需要在投资与产出之间注重平衡，增加投资约束。

总体来看，2024 年的经济增长面临周期性因素与结构性因素的共同影响。**目前，周期性逆风正在逐步缓解，**地产出现企稳迹象，政府通过一系列政策调整，带来了积极成效。测算表明，若明年有效财政赤字较今年提高 1 个百分点，将能够较为有效地对冲经济的下行压力。这一目标可以通过官方财政赤字的扩大来实现，或者通过调节基金等措施进行财政资源的配置。**通过财政政策的乘数效应，预计明年经济增长继续得到提振，可实现与今年相似的增长。**与此同时，为实现政治局会议和中央经济工作会议提出的目标，即全面扩大内需、提振消费、提高投资收益率，仍需大幅推进和落地结构性改革。

三、政策建议

综上，在当前时点下的政策建议可以概括为稳住周期同时推进改革两大方面。

关于稳住周期，政策落地的进程正在推进，明年增长企稳的前景较为乐观。在这一过程中，财政政策发挥着关键作用，尤其是需要加大民生领域的支出力度，以发挥其对消费的支撑作用。在稳周期的过程中，需要特别关注稳就业问题。政策制定者往往将重点放在经济增长指标上，例如衡量某项政策对 GDP 增长的拉动效果。然而，由于经济正处于结构调整阶段，不同行业的就业吸纳能力存在显著差异，部分行业虽然增长较快，但其对就业、收入和消费的拉动作用相对较弱。

因此，在经济转型期间，实现周期目标不仅需要关注增长复苏，还应着力关注就业的改善。通过实施针对性的公共政策和行业政策，有效提升就业水平，进而增加居民收入，持续提振消费需求，应作为政策的重要着力点。

推进改革则是持续扩大内需和提高资本回报的关键，主要提几点：

第一，多元化的产业发展，特别是服务业的增长。在推动产业增长的过程中，应优化规则促进服务业发展，拓宽投资和就业的空间，尤其要扩大新兴产业的受益面。服务业的繁荣不仅有助于提升整体经济效率，推动新质生产力。也可促进就业吸纳和提振内需。

第二，财政改革，重点包括支出结构调整和收入端优化两方面。支出结构调整向民生领域倾斜，实施社会保障体系改革，减少居民的预防性储蓄，从而提振消费需求。收入端优化

则包括深化财税改革和央地财政关系改革，以提升财政体系的稳定性和可持续性，为经济增长提供稳定支持。

第三，要素市场化改革。从中长期来看，提升投资回报率的关键在于推进要素市场化改革，优化资源配置，通过机制设计和价格信号提高供给约束。抑制过度投资。

推进制度改革以持续提振内需，应被视为高质量发展的必要组成。近年来供给侧新质生产力的发展显著，如绿色产业的快速成长和技术创新的推进，但供给侧的增长必须得到需求端的稳定支撑。稳定的内需市场有助于提升投资者预期，增强企业家持续投资的信心和创新动力，从而形成供需良性循环。因此，应格外重视通过改革推动需求端与供给端的协调发展，实现经济的持续再平衡。

构建稳定的内需市场也是应对贸易战的最有效方法。过往几年面对海外贸易保护主义，中国企业通过产业链调整，区域化贸易，产业升级等方式保持了整体竞争力和国际市场份额。未来也有韧性去应对可能的关税加码。但贸易摩擦和去全球化仍是长期风险。培育一个强大、稳定且健康发展的内需市场，释放多行业的活力和内需的潜力。不仅可应对外部风险，也为中国经济的持续增长提供内生动力。

消费趋势与财政政策：推动服务消费与内需增长

程实 工银国际首席经济学家

以下观点整理自程实在CMF宏观经济月度数据分析会（2024年12月）上的发言

近期召开的政治局会议和2025年经济工作会议明确提出了九项重要工作，其中首要任务是全方位扩大内需，并特别强调大力提振消费。消费不仅对短期经济托底至关重要，还对长期经济增长模式转型具有核心推动作用。

在对消费问题的讨论中，社会上存在一定程度的悲观预期或焦虑情绪，主要聚焦于消费升级向消费降级的潜在转向。然而，深入观察当前的消费现象，我们需要从微观层面进一步探讨和理解正在发生的变化，尤其要捕捉不同人群消费心理与消费偏好的差异性特征，唯有如此才能消除焦虑、保持客观。**事实上，中国乃至全球范围内的消费模式正在发生显著变化。这种变化不仅体现在消费结构上，也反映在消费偏好与消费行为的调整中。**面对这些动态特征，深入分析消费趋势及其背后的驱动因素显得尤为重要。此外，基于这些新兴的消费偏好，探讨未来政策引导的方向与具体举措也具有现实意义。

一、消费模式的转变

从宏观角度来看，在社会老龄化与房地产市场调整的背景下，中国的消费模式在某些方面表现出与日本相似的趋势。然而，若深入至微观层面，其特征与细节更加复杂且多样化。由于中国地域广阔、市场庞大且多样，从东部沿海地区到西部边陲，不同区域之间的消费偏好存在显著差异。同时，人工智能与互联网技术的快速发展促进了区域间消费偏好的相互渗透与融合。

在近几年，消费者的个体偏好发生了重大变化，这一变化既受疫情影响，也受全球文化趋势演变的潜在推动，对消费模式产生了深远的影响。具体而言，消费结构呈现出新的动态演进特征。从过去相对稳定的住房支出，到当前对于食品饮料的精挑细选，再到外出娱乐支出的减少与个人健康成长支出的增加，反映出消费者偏好正在逐渐由炫耀性消费转向个体内在需求满足的变化。**这种“由外炫走向内娱”的趋势，表明消费者愈发注重个体精神愉悦与生活质量的提升。**

在这一趋势下，消费偏好呈现出更为个性化、务实化、简约化和质量导向的特征。相较过去，消费者最为关注的是产品带来的愉悦体验，而非产品的外观设计或品牌声誉。同时，消费者更倾向于选择定制化、体现个人风格的产品，而非标准化或广受欢迎的产品。此外，消费者更追求最高性价比，而非简单选择促销折扣商品或高价格、高品质的商品。

总体来看，中国消费者的消费偏好正随着人口代际更替和社会氛围演变发生深刻变化。这一变化与中国经济从相对贫穷阶段向中等收入阶段迈进密切相关。消费者更加关注个体内在需求与精神满足，追求理性、务实与个性化的消费体验。从经济学的视角来看，消费的核心目标在于实现效用最大化。然而，这种效用的实现形式不应简单地被归结为消费“升级”或“降级”。更为重要的是，这一变化反映了消费者内在需求的动态演变以及消费趋势所呈现的宏观经济结构和社会发展特征的新趋势。

二、扩大消费的两大重点

围绕当前消费模式从外部炫耀向内部愉悦的转变，中国内需体系建设中扩大消费需求需重点关注两个方面：一是释放服务消费的增长潜力，二是进一步发挥财政支出的杠杆效应与挤入效应。

1、服务消费的增长潜力

在服务消费潜力方面，研究表明，新务实主义消费日益强调务实品质。这一趋势不仅体现在消费者对商品价格和质量的关注，还体现为对商品配套服务的重视。**在这一背景下，服务消费有望成为中国内需体系中新的增长点。**

基于服务消费数据的分析，人均服务消费支出占消费总支出的比重呈现出逐年上升的趋势，从2013年的39%上升至2019年的45%。尽管受2020-2021年疫情影响，该比重有所回落，但仍维持在42%以上的水平。近年来，随着疫情干扰逐渐消退，服务消费比重的持续回升态势得以延续。

根据测算，预计到2030年，服务消费支出占比有望超过50%，实际增速将达到3%以上，并逐步接近历史中枢水平。同时，考虑到当前中国物价涨幅较为温和，服务消费有望成为整体消费结构中最具增长潜力的领域。

收入增长是推动服务消费扩容的重要因素，主要包括工资性收入与财产性收入两大方面。在宏观调控的支持下，政府致力于保障工资性收入与国民收入同步增长，甚至略高于经济增速。同时，通过进一步激活资本市场的枢纽功能，为财产性收入的提升创造更多条件，从而为服务消费的扩容奠定坚实的物质基础。

科技进步正为服务消费带来显著的新动能。例如，服务机器人在餐饮、教育、医疗等领域持续迭代升级，2023年上半年其产量同比增长22.8%。科技的不断进步不仅提高了服务的效率与质量，还为消费者提供更加个性化和智能化的服务体验。这种优质供给将进一步激发消费者对服务消费的需求，表明供给端的创新对于挖掘和激活消费潜力具有至关重要的作用。

随着中国人口老龄化进程加速，尽管这一趋势在劳动力供给方面带来一定压力，但从消费结构和消费模式的变化来看，**老年群体对于多层次、多样化和个性化的养老服务需求逐步显现，成为未来服务消费增长的重要驱动力。**因此，养老服务的开发与优化将是服务消费潜力挖掘的关键方向之一。

为了充分释放服务消费的增长潜力，需在宏观与微观两个层面同步发力，采取多方面的努力和措施。首先，要优化基础性服务消费供给，提升基础性服务领域（如餐饮、住宿、家政、养老等）的服务质量，扩大有效供给，增强服务消费的可及性与吸引力。其次，要激发改善型服务消费活力，重点推动文化娱乐、旅游、体育、教育等领域的消费升级，打造消费新场景与新业态，以满足人民群众日益增长的多元化和个性化需求。此外，要培育壮大新型消费业态，加速发展数字消费、绿色消费和健康消费等新兴消费领域，推动消费结构优化与升级。

2、财政支出的杠杆效应与挤入效应

财政支出在释放服务消费潜力的过程中发挥着关键作用。长期看，财政赤字率的上升显著促进了居民消费支出的增长。具体而言，财政赤字率上升1个百分点，长期消费支出有望上行0.21个百分点。由此可见，财政赤字的扩大不仅对投资具有直接促进作用，其对消费的长期正向效应同样值得高度重视。可以预见，党中央、国务院在2025年进一步提升财政赤字率，将对消费与投资这两大内需引擎产生短期与长期的双重积极效应。

财政支出在释放消费潜力方面主要体现出两个重要效应。首先是杠杆效应。**财政支出能够有效吸引更多社会资本投入，从而提升资源配置效率。**研究显示，从全国层面来看，财政

支出的短期乘数效应基本接近于1，而长期累计折现乘数可显著超过1，甚至接近2。这表明，扩大财政支出对于促进地区经济增长和消费扩大的杠杆效应尤为显著。其次是挤入效应。尽管传统经济理论中常提及财政支出的“挤出效应”，但实证发现财政支出对消费存在明显的挤入效应。财政支出通过多重传导机制显著释放消费增长潜力，增强经济内循环动力。具体来看，政府支出通过传导机制作用于居民消费，这一过程呈现为一个逐步强化的动态演变。初期阶段，财政支出需直达家庭部门与民营企业，进而通过提振社会发展预期与市场信心，逐渐增强政策的传导效果，并最终扩展至消费领域。因此，财政支出所引致的挤入效应具有渐进性与累积性，在初始阶段需要保持一定的政策耐心。

2025年中美贸易摩擦预判与国内经济的潜在复苏动力

陈李 东吴证券首席经济学家

以下观点整理自陈李在CMF宏观经济月度数据分析会（2024年12月）上的发言

一、中美贸易摩擦及其不确定性分析

首先，关于2025年潜在的中美贸易摩擦，市场普遍高度关注。**当选总统特朗普已明确提出将对中国商品加征60%的关税，同时对其他地区商品征收10%的关税。**尽管2024年获得了相当不错的出口增长，但市场对这一增长的可持续性持谨慎态度，主要担忧其短期性质以及对未来贸易形势的悲观预期。因此，即便2024年的出口表现优异，在提振经济信心和增强企业投资意愿方面效果有限，主要原因在于市场预期2025年外部贸易环境将进一步恶化。然而，针对这一判断，我们可以进一步分析若干关键变量，以便更全面地探讨可能的情景与影响。

但关于关税调整的速度和幅度，市场预期存在一定分歧。国内投资界的主流观点认为，特朗普政府可能会采取逐步提高关税的策略，例如先将关税水平提升10%，随后通过双边贸易谈判，根据谈判结果再进一步提高至60%。这一观点反映了对关税政策实施过程中的渐进性和协商空间的预期。然而，部分美国分析师持不同看法，认为特朗普可能会在1月20日上任后的次日，即1月21日，直接通过《国家安全紧急法案》迅速将中国对美出口商品的关税提高至60%，最快在18至50天内完成。这种“一步到位”的关税调整方式可能会带来更为剧烈的经济冲击。值得注意的是，海外投资机构对中国经济的预测普遍低于国内机构，部分原因正是对关税调整速度的不同预期。国内分析师多依据2017至2018年中美贸易摩擦的经验，当时关税调整历时约11个月，而部分海外分析师则认为，当前形势下这一过程可能极大缩短，甚至可在一天内完成过去数月的工作。

即便如此，实际执行过程中仍可能存在一定的缓冲机制。**在特朗普的第一任期内，美国政府已明确表示，若进口商能够证明某类中国商品短期内无法被替代，且无其他供应链可供选择，则可以申请关税豁免，并继续适用较低的关税税率。**当前中国对美出口商品的名义关税税率为25%，但美国海关数据显示，实际平均关税税率仅为13%左右，约有一半的中国出口商品享受了关税优惠。可以预见，即使名义关税税率从25%上调至60%，实际关税税率的增幅可能远低于名义水平，预计将从当前的13%上升至30%-35%之间。虽然这一水平对中国出口无

疑构成显著冲击，但其影响仍未必如60%的名义税率那般夸张。因此，当前市场对2025年出口前景的悲观预期可能存在一定程度的高估。

其次，关税政策的本质是什么？是一个目的还是手段？特朗普政府提高关税税率，是否仅仅是出于保护主义目的，还是有更深层次的考量？事实上，关税可能是为了增加财政收入，以缓解美国国内财政支出压力，或者通过提高关税来缩小贸易逆差，尤其是中美之间的贸易不平衡。**因此，关税政策的核心目的并非简单地提升税率，而是通过多种手段实现贸易平衡。**例如，中国是否会履行2020年中美贸易协议中未完成的进口承诺，是值得关注的重要因素。根据协议，中国曾承诺在2020至2021年将自美进口规模提升至2017年的1.6至1.8倍，但截至目前，尚有约1400亿美元的进口缺口，主要集中在大豆、液化天然气（LNG）、原油及大飞机等领域。如果中国在2025年继续履行未完成的进口承诺，这将成为缓解中美贸易不平衡的重要途径，甚至可能取代单纯依赖关税调整的作用。

此外，人民币汇率也是影响中美贸易平衡的重要变量。当前，市场普遍预期在强势美元背景下，人民币汇率将保持一定弹性，以维护出口竞争力。然而，如果目标是缩小中美贸易逆差，人民币汇率不排除出现阶段性升值的可能性，这也有助于平衡贸易差额。因此，贸易平衡的实现不仅依赖于关税政策，还可能通过主动扩大进口以及汇率调整等多种手段实现。

二、国内经济信号与房地产市场表现

关于当前宏观经济中呈现的信号，尽管大多数产业释放出疲弱乃至低迷的迹象，但也存在一些积极的亮点。例如房地产市场，尤其是一线城市，近期出现了显著的变化。具体而言，以深圳为例，自2023年9月以来，二手房市场成交量持续攀升，9月至12月期间的成交量不仅超过了2022年和2023年的同期水平，甚至超越了2017年和2018年历史高峰期，创下历史新高。

类似的趋势也出现在北京和上海，当前二手房成交水平已接近甚至达到2017年历史同期最高峰的水平。若从时间跨度来看，深圳、上海、北京的二手房市场已连续四个月维持在历史新高附近，甚至超出历史纪录。这一趋势的持续性明显优于2023年底至2024年初广州因全面取消限购所带来的短期脉冲效应。当时广州市场的复苏效应仅持续约两个月，而目前深圳、北京、上海的市场回暖已持续超过四个月，时间跨度更长，表现更为稳健。从价格表现来看，深圳二手房市场在9月至12月期间成交量突破历史新高的同时，房价的下跌幅度相对温和，可比价格仅下跌约3%-5%。如果这一趋势能够延续至2025年第一季度，二手房价格有望企稳回升。

一旦二手房价格在一线城市企稳回升，这将带动新房价格的稳定。与新房市场相比，二手房市场的存量规模更为庞大，因此其市场表现更具指标性意义，值得重点关注。然而，若放眼全国范围，三四线城市的房价依然呈现持续下降的趋势，但这一现象的重要性相对较低。鉴于三四线城市普遍面临人口外流问题，其新房市场的供需已缺乏实际经济价值，过剩的库存与供应并不具备有效的市场支撑，因此不必过度关注这些区域的房地产市场。

相较之下，一线城市及部分二线城市的房地产市场在资本价格上对宏观经济的指标作用更为显著。目前，一线城市的二手房市场表现出明显回暖的趋势，值得进一步观察。若在12月内（如今年年底前）再度实施降准或降息等货币政策，2025年第一季度的市场活跃度有望延续，进而推动二手房价格企稳回升。这一过程不仅有助于稳定家庭资产负债表中最核心的资产部分，还可能带动整体资产价格膨胀，进而提振居民的收入预期与消费信心。

尽管当前宏观经济仍面临诸多挑战，如物价低迷与消费不足等问题，但在整体经济形势中仍存在值得关注的积极信号。其中尤为突出的是，一线城市二手房市场成交量创下历史新高，为房价企稳提供了支撑与希望。此外，36 个一二线城市的社会零售总额也显现出一定的回升迹象。从月度数据来看，2023 年 10 月较 9 月、11 月较 10 月均呈现小幅增长，这反映出前期化解债务风险、货币政策调整（如降息降准）对消费市场正产生一定的积极作用。尽管尚不能断定消费市场已全面企稳，但这一趋势无疑释放了积极的信号，表明政策措施正在逐步发挥效力。

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：