



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰

张旻 王蒋姜

2025 年 1 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

震荡筑底、砥砺前行

摘要

2024 年中央经济工作会议第一次将提振消费、扩大内需摆在来年经济工作的首位，并提出“更加积极的”财政政策和“适度宽松的”货币政策。按照会议精神，“更加积极的”财政需要“加大财政支出强度”，并“优化财政支出结构”。

不考虑需要延续多年的“抓改革”，2025 年面临五大任务，由易到难依次是：第一，“化风险”：债务置换可以有效化解地方政府存量隐性债务，但难点在于控制新增隐性债务与保证全口径财政支出强度间的矛盾；第二，“稳股市”：A 股的估值处于历史低位，但保持长期稳定的关键在于中长期资金的形成，这需要养老保障体系的改革；第三，“特朗普”：特朗普 2.0 的冲击可能远远强于特朗普 1.0，但美国经济自身也存在问题；第四，“去库存”：在人口负增长的大背景下，房地产去库存的过程可能相当漫长；第五，“扩内需”：内需驱动的发展模式依赖于深刻的结构改革，同时，财政政策要保持足够大的支出强度，并调整支出结构。

“更加积极的”财政政策是决定 2025 年经济形势的关键。考虑到隐性财政支出将会消失，叠加土地财政支出继续下滑，保持足够的财政支出强度需要有 8% 以上的赤字率，同时，在合理安排中央和地方财政关系的基础上，优化财政支出的产业结构。

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

殷剑峰

国家金融与发展实验室

副主任

张旻

国家金融与发展实验室

宏观金融研究中心特聘

研究员

王蒋姜

国家金融与发展实验室

宏观金融研究中心特聘

研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、学习中央经济工作会议精神	1
二、2025 年的五大任务	2
（一）化风险	3
（二）稳股市	5
（三）特朗普	8
（四）去库存	12
（五）扩内需	14
三、如何实施“更加积极的”财政政策	18
（一）隐性财政支出与隐性政府债务	18
（二）与“更加积极的”财政政策相适配的赤字率	20
（三）与“更加积极的”财政政策相适配的财政支出结构	22

一、学习中央经济工作会议精神

回顾 2012 年历次中央经济工作会议，在 2012 至 2020 年间，对宏观经济形势的判断基本以“稳中求进、稳中向好”为主基调。但是，自 2021 年中央经济工作会议起，需求不足的问题就被摆在了第一位。

2021 年和 2022 年中央经济工作会议都指出，当前经济面临的挑战是“需求收缩、供给冲击、预期转弱”。在应对政策方面，2021 年和 2022 年中央经济工作会议分别提出了七项政策和五项政策。在 2021 年的七项政策中，粗略地将“宏观政策”放在了首位，而在 2022 年会议提出的五项政策中，已经明确地将“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”放在了第一和第二位。

表 1 2023 年和 2024 年中央经济工作会议对比

	2023 年	2024 年
形势判断	有效需求不足，部分产业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，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。
三要	1. 积极的财政政策要适度加力、提质增效 2. 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效 3. 要增强宏观政策取向一致性	1. 要实施更加积极的财政政策 2. 要实施适度宽松的货币政策 3. 要打好政策“组合拳”
九大任务	1. 科技创新和现代产业体系 2. 着力扩大内需，激发有潜能的消费，扩大有效益的投资 3. 重点领域改革 4. 高水平开放 5. 重点领域风险 6. “三农”工作 7. 城乡融合、区域发展 8. 绿色低碳 9. 民生	1. 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 2. 科技创新和现代产业体系 3. 标志性改革 4. 高水平开放 5. 重点领域风险 6. 城乡融合发展 7. 区域发展 8. 绿色转型 9. 民生

2023 年和 2024 年中央经济工作会议延续了以往对形势的判断，有效需求不足摆在了形势判断的第一位（见表 1）。从政策取向来看，两次会议都提出几乎完全一样的“三要”，但轻重缓急发生了根本性的变化。在 2024 年会议中，对财政政策的表述从 2023 年会议的“积极的”变为“更加积极的”——这是历史上首次，对货币政策的表述从 2023 年会议的“稳健的”变为“适度宽松的”——这一表述只在 2009 年“四万亿”时期出现过。对于如何实施“更加积极的”财政

政策，2024 年会议要求“加大财政支出强度”、“优化财政支出结构”；关于“适度宽松的”货币政策，2024 年会议确定了一个多重目标，除了增长、物价、人民币汇率等三个传统的目标之外，金融市场稳定也被纳入货币政策目标范畴。

在对来年经济工作的部署中，2023 和 2024 年两次会议都提出了类似的“九大任务”，但首要任务完全不同。在 2023 年会议中，“科技创新”为九大任务之首，其次才是“扩大内需”。在扩大内需这项任务中，与以往动辄就批项目、扩张投资的做法完全不同，2023 年会议明确提出要“激发有潜能的消费，扩大有效益的投资”。在 2024 年会议中，“扩大内需”变为首位，“科技创新”退为其次。至于如何扩大内需，2024 年提出要“大力提振消费、提高投资效益”，并首次提出要“实施提振消费专项行动”；同时，要“加强财政与金融的配合，以政府投资带动社会投资”。

除了扩大内需之外，2023 和 2024 年两次会议部署了大体相同的其他八项任务。其中，值得关注的是，在第三项有关改革的任务中，2024 年会议提出了国有企业改革、制定民营经济促进法、财税体制改革以及促进形成资本市场中长期资金等几项标志性改革任务。这些改革是解决中国经济结构性难题的关键举措，将极大提升市场信心。在第九项有关民生的任务中，2024 年会议提出要制定促进生育政策。我们知道，二十届三中全会对中国人口问题的判断是“少子化+老龄化”，首先是少子化，其次才是老龄化，因此要降低生育、养育、教育成本，建设生育友好型社会。人口负增长已经成为拖累中国经济、尤其是房地产的最大变量，及时有效的生育促进政策将成为托底中国经济的基石。

总之，从近些年中央经济工作会议的精神看，中央对经济形势的判断是一致和连贯的；对造成需求不足的原因已经清晰地定位为消费不足是关键，其次才是投资问题；对克服需求不足的政策手段，“更加积极的”财政政策排在首位，其次才是“适度宽松的”货币政策。

二、2025 年的五大任务

结合二十届三中全会做出的《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》（下称“决定”）和中央经济工作会议精神，我们认为，在 2025 年乃至未来多年，调整经济结构、推动经济可持续和高质量发展都需要面对如下六项任务。这六项任务由易到难依次是“化风险”、“稳股市”、“特朗普”、“去库

存”、“扩内需”和“抓改革”，六项任务相互关联，相互影响。由于“抓改革”涉及在未来多年里如何落实决定的部署，这里不做专门分析，只讨论其他五项任务。

（一）化风险

所谓“化风险”，就是通过债务置换，化解地方政府存量隐性债务风险。在六项任务中，这是难度系数最低的一项。

之所以化风险的难度系数最低，一方面是因为对于这项任务我们完全是轻车熟路：早在 2015 年开启的那轮债务置换中，大量发行的地方政府债券主要就是用于债务置换或再融资（图 1A）；另一方面，债务置换无非是用久期长、利率低的标准化债券置换久期短、利率高的银行贷款等非标债务。从某种意义上说，这不费一兵一卒，仅仅是会计科目调整一下而已。

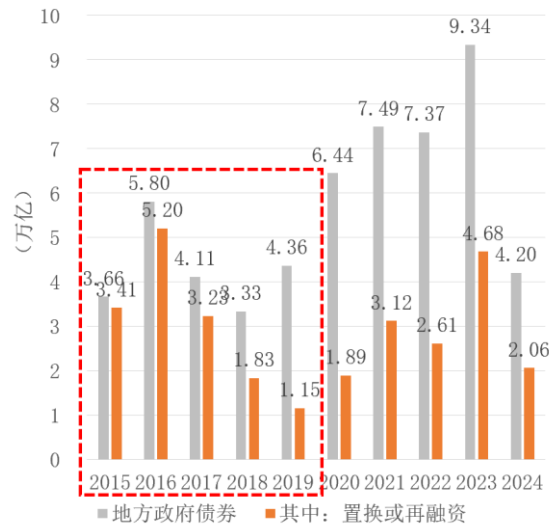


图 1A 地方政府债券发行额

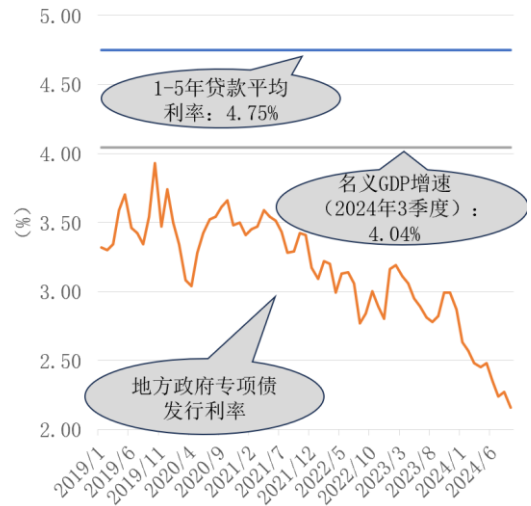


图 1B 名义利率与名义 GDP 增速

注：2024 年地方政府债券发行额为根据前三季度数据估算。

债务置换之后，原先不可持续的存量债务“自动”变成了可持续。我们知道，衡量债务可持续与否的最简单标准就是看债务的名义利率和名义 GDP 增速之间的关系（图 1B）。如果名义利率大于名义 GDP 增速，则意味着在广义税率一定的情况下，政府的收入连利息都补偿不了，因而债务不断累积，政府杠杆率不断上升——这正是债务置换前的情形：以 1 至 5 年的贷款利率（4.75%）为例，这显著超过了名义 GDP 增速（2024 年三季度为 4.04%）。反之，如果名义利率低于

名义 GDP 增速，则政府新增收入除了偿还债务利息之外，还能偿还部分本金，因而政府杠杆率逐步下降——这正是债务置换后的情形：地方政府专项债的发行利率不断下行，已经只有 2% 多一点。

当然，难度最低并不等于没有难度。与化风险相伴的一个难题就是：在化解了存量隐性债务之后，如何控制未来可能再次发生的隐性债务，同时，处理隐性债务控制后隐性财政支出减少造成的全口径财政支出的缺口乃至总需求缺口。

观察 2015 年后政府的投资倾向（投资/可支配收入）与储蓄倾向（储蓄/可支配收入）（图 2A），可以发现，那轮债务置换既没有抑制政府的投资冲动——2015 年后投资倾向居于高位并继续上升，也没有让政府“过紧日子”——2015 年后储蓄倾向大幅下降，对应的是，政府消费倾向大幅上升。

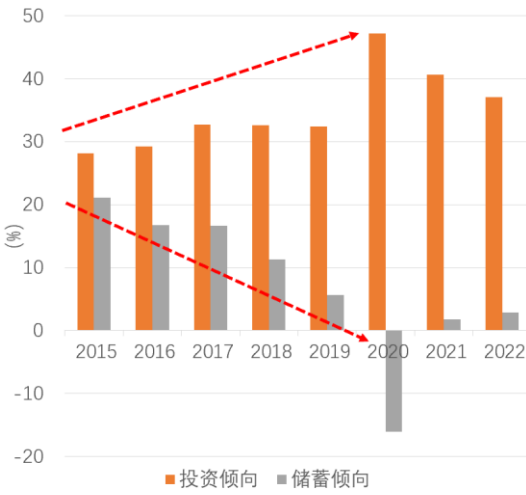


图 2A 政府部门投资倾向与储蓄倾向

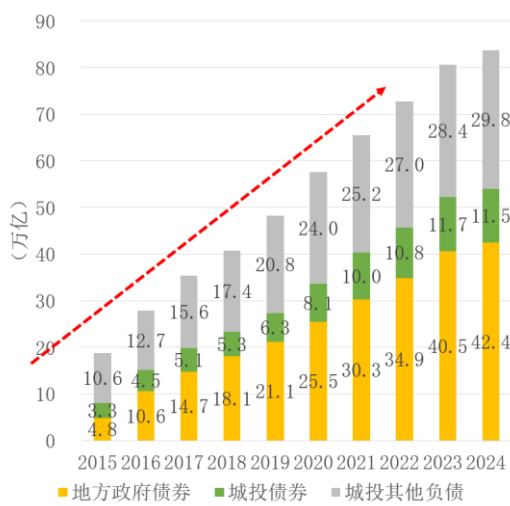


图 2B 广义地方政府负债

注：广义地方政府负债来自 2012 年建立并维护迄今的“信用总量数据库”，2024 年数据根据前三季度数据估算。

储蓄倾向与投资倾向之间的缺口就是攀升的杠杆率：
$$\text{新增债务/可支配收入} = \text{投资倾向} - \text{储蓄倾向}$$

可以看到，2015 年之后，广义地方政府以一个陡峭的曲线上升（图 2B）。其中，隐性政府债务即“城投其他负债”的上涨速度一点不输于显性的地方政府债券和城投债券。可见，那次以“开前门、堵后门”为初心的地方政府债务置换确实将前门完全洞开，但却根本没有堵住后门。

这次政府债务置换将会遇到同样的问题。根据中央近两年经济、金融工作会

议的政策表述，可以预期，这次债务置换之后将不可能重蹈覆辙，未来对地方的财政纪律将会加强。同时，鉴于以往隐性债务主要是源自与房地产、基建相关的支出，在人口态势逆转、房地产市场已经变成买方市场的情况下，客观上也终止了隐性债务继续累积的渠道。不过，这一结局同样是双刃剑，我们在随后讨论“更加积极的”财政政策时再进行分析。

（二）稳股市

在六项任务中，稳股市的难度系数位于第二低。这一方面是因为央行新创设了互换便利和股票回购增持再贷款等支持股市的政策工具，另一方面，就在于当前中国股市处于历史估值的底部。以 2015 年为基准年，比较 2023 年部分国家股市与经济表现（图 3）。可以发现，与发达国家和其他金砖国家相比，自 2015 年以来中国 GDP 的涨幅最高，但股价涨幅最低——事实上，中国是样本国家中唯一一个股价下跌的国家。所以，如果说宏观经济是股市的基本面，那么，中国股市显然是脱离了基本面。

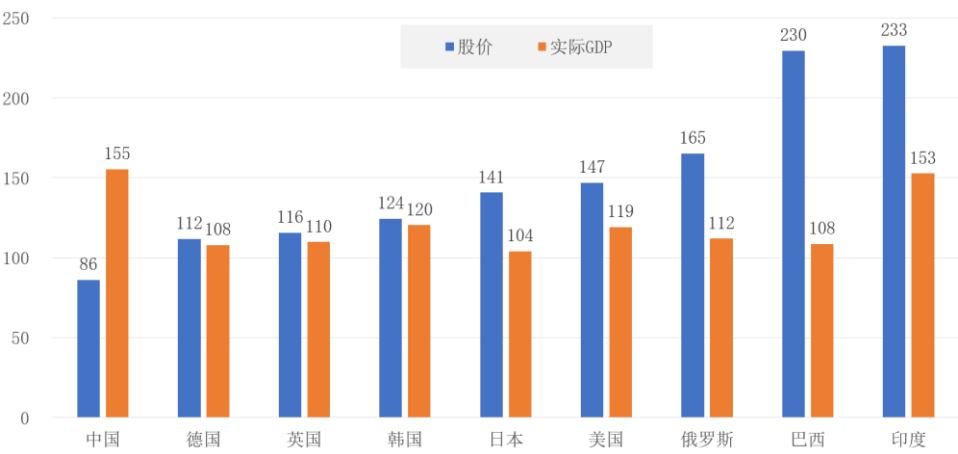


图 3 部分国家 2023 年股价与实际 GDP（2015 年=100）

那么，中国股市的估值应该处于什么位置呢？在经济分析中有很多基于历史规律总结出来的简单规则，称为“拇指规则”（rule of thumb）。例如，取材于英国历史数据、用来描述失业率与通胀关系的菲利普斯曲线，近些年经常被拿来分析美国失业率与经济衰退关系的“萨姆规则”等。中国股市与作为全球资本市场风向标的美股之间也存在一个拇指规则（图 4）。



图4 反映A股与美股估值关系的拇指规则

注：道指下限=道琼斯工业指数的 10%，道指上限=道琼斯工业指数的 20%。

观察 1990 年迄今的 A 股和美股，可以发现，上证综指基本运行在美国道琼斯工业指数确定的上限和下限之间。其中，上限为道指的 20%，下限为道指的 10%。A 股触碰下限一般对应于经济衰退（如 1998 年亚洲经济危机），而突破上限则是因为重大改革宣示或扩张政策刺激，例如 1992 年小平南巡、2001 年加入 WTO、2007 年股权分置改革、2009 年“四万亿”刺激政策——当然，还有 2015 年人为导致的股灾。从 2021 年迄今，A 股已经突破了道指下限，处于历史罕见低位。当前道指点位大概在 42000 点左右震荡，按照 A 股和美股的拇指规则，上证综指的“合理”点位应该在 4200~8400 点之间，中值是 6000 点左右。

当然，难度系数较低同样不意味着完全没有难度。首先，中国股市指数的编制与国际规则不同，因而可能低估了股市上涨的幅度。按照国际通行的自由流通市值加权编制的指数，而不是 A 股总市值加权编制的指数，则 A 股的指数将显著高于目前水平。例如，采用自由流通市值编制的上证指数在 2024 年 12 月 6 日就达到了 4048 点，显著高于同期 3300 点左右的上证指数——当然，这依然处于拇指规则的底部。

其次，随着未来经济可能出现的下行趋势，美股和 A 股都面临着下修的风险。就美股而言，已经达到历史新高，并且，过去几年间推动美股上扬的一个主要因素是 AI 浪潮驱动的大科技板块：从 2022 年迄今，美股大科技板块上涨超过了 120%，同期道琼斯指数只上涨了不到 50%。然而，当前基于大语言模型的 AI

究竟前景有多么光明，无论是在经济学界，还是在科技界，都存在很大争议¹。此外，尽管美国经济基本面相对（其他发达国家、尤其是欧洲）较好，并且未来特朗普 2.0 推出的减税政策可能进一步成为支撑美股的因素，但正如一些分析报告指出的那样，即使这些利好因素真实存在，但也已经被市场充分定价²。

就 A 股估值而言，未来经济基本面是决定股市表现的关键。我们知道，在 A 股的板块构成中，制造业上市公司的市值占总市值比重超过一半。从过往 15 年的表现看，制造业上市公司的 PE 估值与 PPI 的走势完全一致（图 5）。2022 年年底以来，随着 PPI 进入趋势性下滑并保持在负增长区间，制造业 PE 也处于下滑态势。未来，在特朗普 2.0 可能挑起更加严峻贸易战的背景下，制造业产能过剩问题可能愈发突出，上市公司估值可能会继续下修。

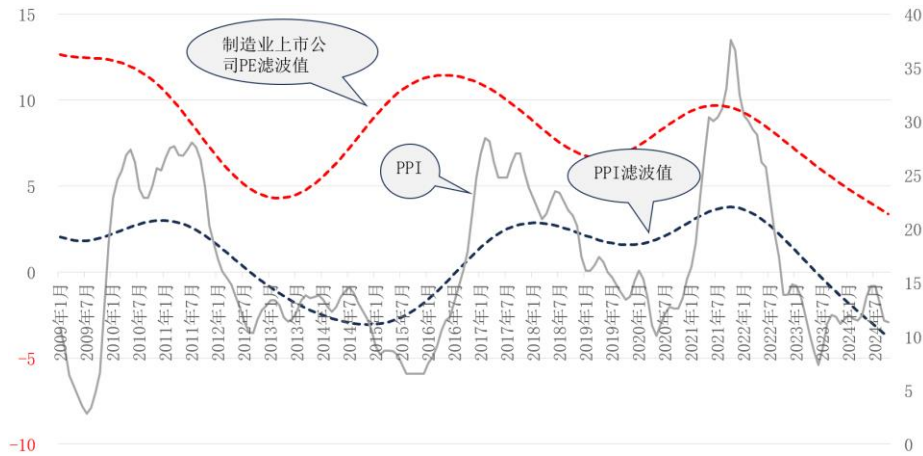


图 5 中国的 PPI 同比（%，左轴）与 A 股制造业上市公司 PE（倍数，右轴）

注：“滤波值”为相关指标 HP 滤波后的数据，反映相关指标的趋势。

最后，也是最为关键的一点，稳定股市需要依靠中长期资金，而中长期资金的形成并非某个部门（如证监会）靠一己之力就能完成，同样需要各个部门相互配合的系统性改革。

从各国的经验看，中长期资金都来自机构投资者，这包括养老金、共同基金

¹ 例如，美国麻省理工学院、哈佛大学生物科学与技术项目组的几位科学家指出，针对人类大脑的神经科学实验表明，语言在本质上是一种交流工具，而不是思考工具；即使在丧失语言功能的情况下，人类大脑也能顺利进行思考。这项研究说明，目前基于大语言模型的 AI 似乎并未找到通向智能的真正道路。参见：Fedorenko, etc. 2024: Language is primarily a tool for communication rather than thought. Nature, Vol 640, 20 June 2024.

² Goldman Sachs, 2024: Macro Outlook 2025: Tailwinds (Probably) Trump Tariffs. www.gs.com/research/hedge.html.

和寿险，其中，养老金的体量最大，期限最长。比较中国与其他发达国家的家庭金融资产结构（图 6A），中国家庭直接持有的权益类资产占比很低，同时，持有的机构投资者产品占比也很低——其中还包括甚少配置到股市的银行理财产品。

所以，要形成中长期资金，除了稳定预期、提升家庭金融资产配置到权益市场的比重之外，就是要发展机构投资者，尤其是养老金。但是，以中美对比为例（图 6B），中国养老金体系显然还是处于极其初级的阶段。尤其是作为第二支柱的企业年金和作为第三支柱的商业养老保险，其占 GDP 的比重连美国的零头都不到。显然，没有一场深刻、涉及面很广的养老保障体系改革，中长期资金无从谈起。

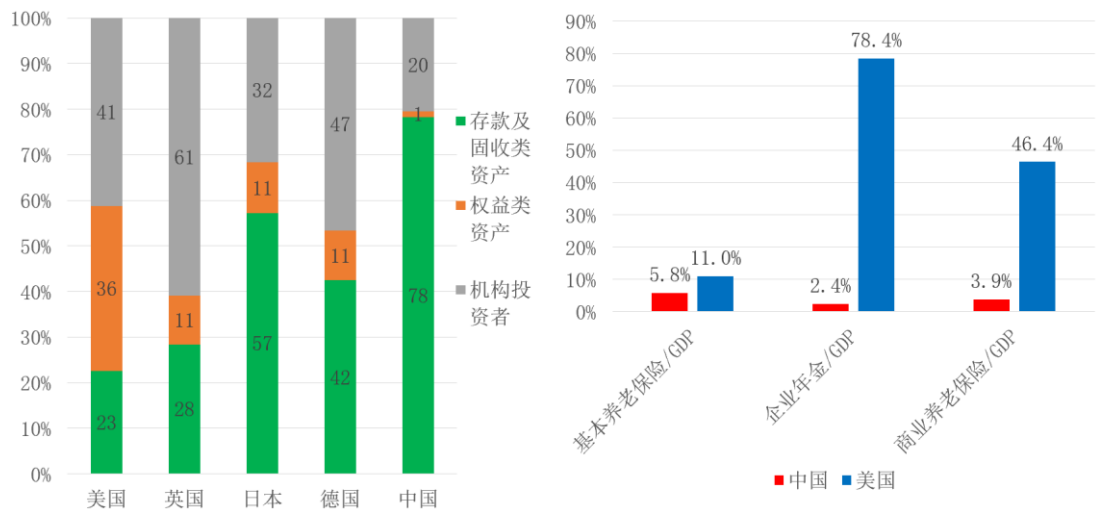


图 6A 家庭金融资产结构

图 6B 中美养老金三支柱比较

注：根据各国资金流量表整理，图 6A 为 2019 年数据，图 6B 为 2022 年数据。其中，“机构投资者”包括养老金、共同基金和寿险公司三类，在中国还包括居民持有的银行理财产品。

（三）特朗普

特朗普是老熟人了，这里讲的“特朗普”就是要应对特朗普 2.0 的冲击。按照特朗普在当选前的政策宣示，与 2017 年的特朗普 1.0 相比，即将开启的特朗普 2.0 可能会更加激进（见表 2）。同时，由于立法、司法、行政均已被共和党控制，特朗普 2.0 实施的力度也会远大于 1.0。鉴于此，我们将“特朗普”的难度系数排在“稳股市”和“化风险”之上。

表 2 特朗普 1.0 与 2.0 的主要政策对比

政策主张	目的	特朗普 1.0 (2017.1.20~2021.1.20)	特朗普 2.0 (2025.1.20~2029.1.20)
对内减税	降低中产阶级税负	2017 年通过《减税与就业法案》（TCJA），把企业所得税从 15%~35%永久调整为 21%	将于 2025 年到期的《减税与就业法案》延长或永久化，进一步将企业税率由 21%下调至 15%
加征关税	保护本土制造业	对中国四批共计约 3700 亿美元的出口商品清单加征 7.5%~25%不等的关税	将对全球商品加征 10%~20%的关税。对中国商品征收 60%的关税，取消中国最惠国待遇。对不再使用美元的国家征收 100%关税
放松监管	降低监管成本和限制	发布《减少监管并控制监管成本》，提出“一进两出”规则。修订《多德—弗兰克法案》	将在金融、能源、加密货币、人工智能、环保等领域放松监管
能源独立	发展本土传统能源	发布《美国第一能源计划》，废除奥巴马政府的《清洁电力计划》，退出《巴黎协定》	提升石油和天然气产量，废除扶持清洁能源行业的《通胀削减法案》，反对气候科学
加强边境管控	强化民族主义情绪	修建美墨边境墙，打击非法移民，推行择优移民制度	将对无证移民发起史上最大规模的驱逐行动，鼓励高技能移民
孤立主义外交	美国利益优先	退出与美国利益不符的多边协议、条约、组织机构	将逐步实现与中国的“完全脱钩”

对于特朗普 2.0 的经济影响，已经有多个国外智库和机构进行了分析。美国彼得森研究所（PIIE）在 2024 年 9 月发布了一个研究报告（见表 3），其中，利用全球宏观模型测算了不同政策场景下对相关国家的影响。从关税政策看，如果美国对全部进口加征 10%的关税，则所有国家的 GDP 都将遭受损失，中国经济在 2025 年的增速会下降 0.25%。如果针对中国额外增加 60%的关税，中国经济将遭受更加严峻的冲击，预估 2026 年中国 GDP 将被削减 0.9%。在这两种情景下，中国都会发生资本外逃，人民币贬值，只不过程度大小不同而已。

表 3 特朗普 2.0 对部分经济体 GDP 的影响（单位：10 亿美元，2018 年美元价格）

	驱逐非法移民		对所有进口加征 10%的关税		对中国进口额外加征 60%的关税		美联储独立性丧失
	驱逐 130 万人	驱逐 830 万人	无报复	有报复	无报复	有报复	
美国	-812	-5101	-283	-721	-129	-327	-304
日本	-4	-26	-37	9	5	45	183
德国	0	-1	-18	-25	17	24	55
加拿大	2	12	-32	-60	5	9	46
中国	2	13	-102	-69	-644	-770	341
墨西哥	-1	-8	-28	-53	12	12	16

数据来源：Peterson Institute for International Economics, 2024: The International Economic Implications of a Second Trump Presidency。

注：“无报复”和“有报复”分别指美国的贸易对手国是否采取针对美国的报复性措施。

在 11 月份高盛的分析报告中³，将美国加征关税的可能性分为两种场景。第一，基准场景，对中国加征 60%的关税，但征税对象只限制于特朗普 1.0 时期的品类，这样有效关税税率只提高 20 个百分点；第二，风险场景，对所有商品征税，并撤销中国最惠国待遇。基准场景将会导致中国 GDP 下降 0.7 个百分点，但如果中国能够采取有效的扩张政策，则 2025 年中国 GDP 将只下降 0.2 个百分点，全年 GDP 增速为 4.5%（与 IMF 的预测一致）。在风险场景下，高盛没有给出具体预测。我们认为，考虑到 2024 年出口高增长的基数效应，在风险场景下，2025 年中国的出口可能零增长、甚至负增长，这将拖累 GDP 增速下行 1 到 1.2 个百分点。

特朗普 2.0 是典型的损人不利己。根据前述美国彼得森研究所的预测，特朗普 2.0 将严重冲击美国经济，并造成较高的通胀，即滞胀。美联储也在担忧美国的滞胀前景。在 2024 年 12 月的议息会议上，美联储声称，在未充分考虑特朗普政策冲击的情况下，2025 年美国经济增速也将下滑，同时通胀上升，因此，这次会议将 2025 年预期降息的次数从 9 月份会议的 4 次下调为 2 次（表 4）。会议结束后，美国主要金融资产价格剧烈震荡，对“滞”的预期使得美股大跌，而对“胀”的预期导致十年期美债收益率上行。

³ Goldman Sachs, 2024: Macro Outlook 2025: Tailwinds (Probably) Trump Tariffs. www.gs.com/research/hedge.html

表 4 美联储 12 月议息会议对美国经济的预测（%）

中位数	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	长期
实际 GDP 增速	2.5 (50bp)	2.1 (10bp)	2.0	1.9 (-10bp)	1.8
失业率	4.2 (-20bp)	4.3 (-10bp)	4.3	4.3 (10bp)	4.2
通胀率	2.4 (10bp)	2.5 (40bp)	2.1 (10bp)	2.0	2.0
核心通胀率	2.8 (20bp)	2.5 (30bp)	2.2 (20bp)	2.0	-
联邦基金利率	4.4	3.9 (50bp)	3.4 (50bp)	3.1 (20bp)	3.0 (10bp)

数据来源：美联储。

注：括号里为 12 月预测值较 9 月预测值的上调幅度，无变化则为空。

除了滞胀风险外，美国处于高位的资产价格也值得关注：除了大科技板块带动的股价上涨之外，就是已经达到历史新高的房价。观察 1970 年以来的美国房价收入比和联邦基金利率（图 7），存在三个高点，分别是 1978~1980 年两次石油危机、2006~2007 年次贷危机和 2022 年疫情之后。

前两个高点之后都是房价的暴跌，这一次，在滞胀风险已经存在，并叠加特朗普 2.0 的情况下，不排除美国资产价格暴跌、经济硬着陆的可能。鉴于此，我们认为，“特朗普”确实很难对付，但特朗普 2.0 或许就是虚惊一场。

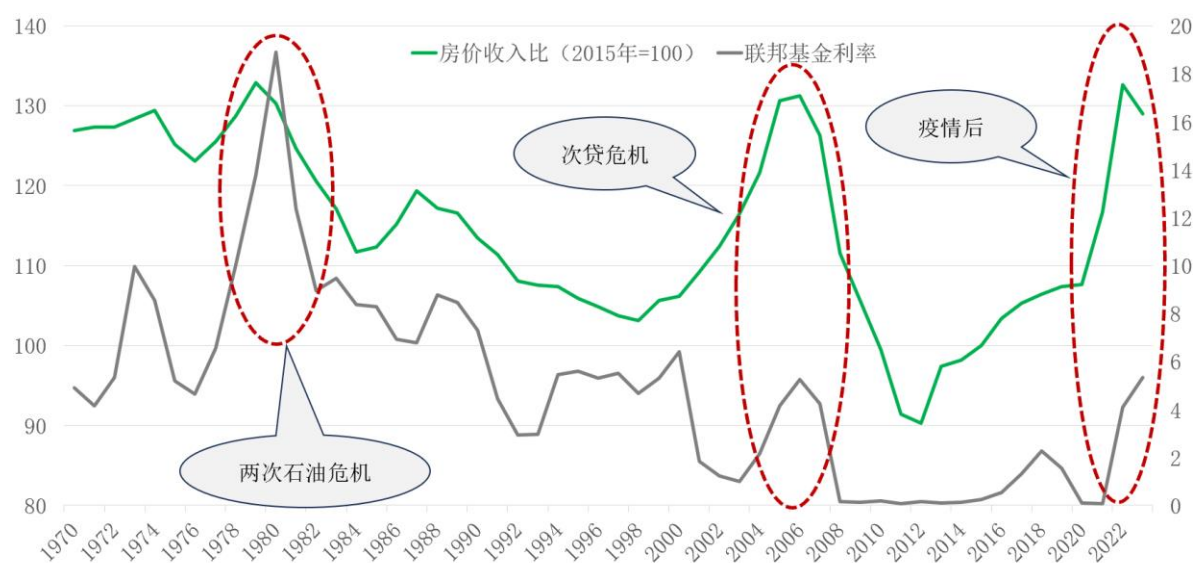


图 7 美国房价收入比（2015 年=100，左轴）和联邦基金利率（%，右轴）

（四）去库存

“去库存”指的是房地产库存的去化。之所以这一任务的难度系数很高，主要原因在于决定房地产的最大基本面是人口。自 2015 年劳动年龄人口（15~64 岁）总数达峰之后，2016 年劳动年龄人口开始负增长；在稍后的 2021 年总人口达峰，2022 年和 2023 年连续两年总人口负增长。如果二十届三中全会《决定》确定的“建立生育友好型社会”不能尽快落地见效，人口负增长态势很难在短时期扭转。

房价由增量供给和增量需求决定。每年竣工的住宅数量构成了房市的增量供给，每年新增的城镇家庭决定了房市的增量需求，而在城市化率和家庭结构一定的情况下，新增城镇家庭的数量就取决于人口。

观察 1999 年商品房市场启动以来的供求关系，房市供求关系经历了三个阶段（图 8）：第一，在 2012 年前的人口红利时代，每年新增城镇家庭都大幅超过了当年竣工住宅数量，那时的房市是典型的卖方市场，房价抑制不住地上涨；第二，2012 年后供求开始平衡，但是，2015 年兴起了新一轮更加火热的土地财政，从而人为推动了城镇化的加速（2015~2017 年城镇化率的上升幅度显著超过此前），城镇家庭数量再次超过当年竣工住房，先前已经平衡的房市再次变成卖方市场；第三，在 2021 年总人口达峰后，新增城镇家庭大幅低于竣工住宅数量，房市已经彻底变成了买方市场。

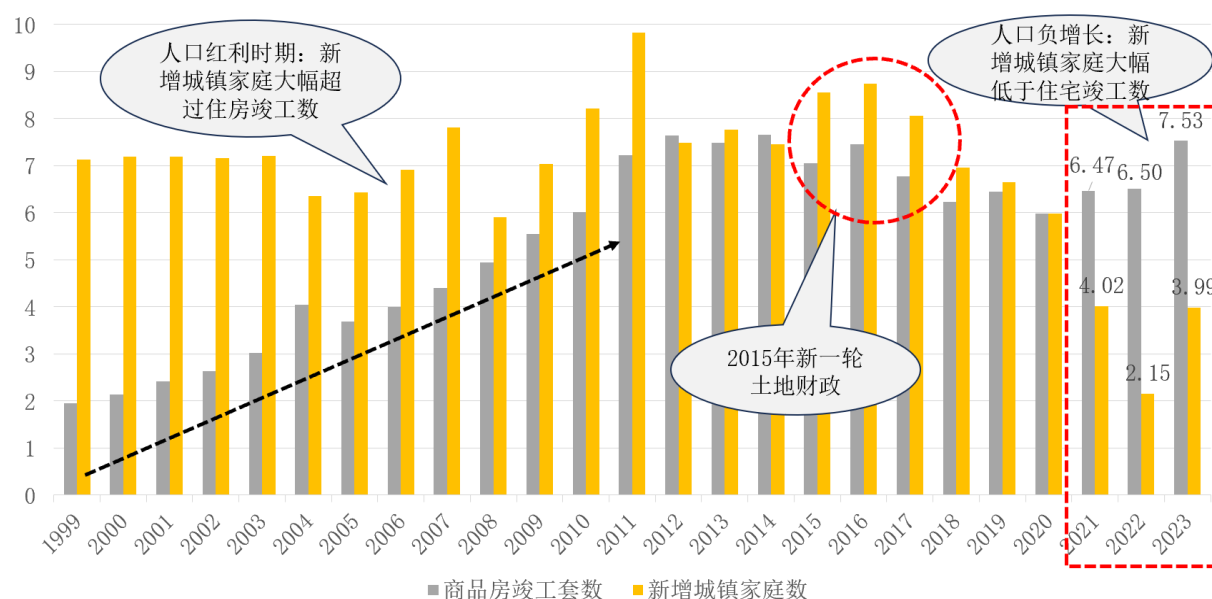


图 8 住房竣工套数（百万套）和新增城镇家庭（百万户）

那么，去库存何时能够结束呢？从住房新开工的数量看（图 9），在过往二十多年间发生了两次显著的飙升，一次是 2009 年“四万亿”政策，另一次就是 2015 年⁴。新开工的住房扣除已经竣工的住房，累积下来就是正在施工的住房，这构成了存量住宅的供应。截至 2023 年，施工住房合计达到 6100 万套。如果按照每年新增城镇家庭 400 万户计算，消化存量住房需要 15 年⁵。所以，9 月 26 日中央政治局会议明确指出，“对商品房建设要严控增量，优化存量，提高质量”。

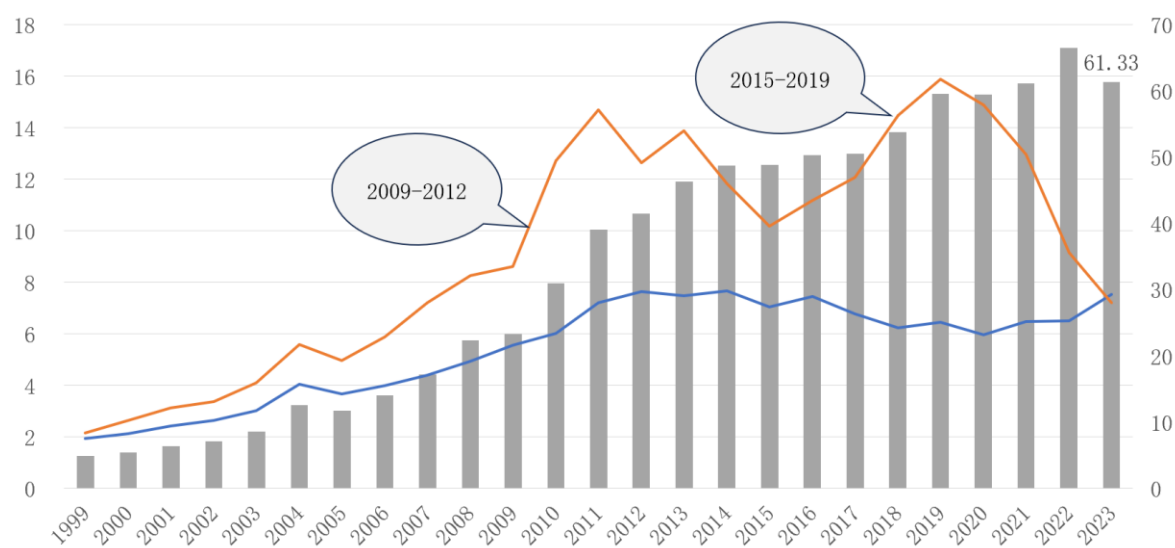


图 9 住房竣工数、新开工数（百万套，左轴）和施工数（百万套）

由于库存去化相当漫长，稳房市的压力依然很大。如果将 2024 年 10 月的价格与 2012~2016 年最低价格相比，并假设房价涨幅低于 20%算是基本调整到位，低于 10%算是完全调整到位，可以发现两个特点（图 10A 和图 10B）：第一，新建住房和二手住房调整幅度不同。二手住房价格下调幅度较大，但新建住宅价格还居于高位；第二，二线和三线城市调整幅度不同。三线城市调整幅度较大，尤其是三线城市中的二手住房价格基本或完全调整到位，但二线城市的二手房、尤其是新房依然有很大的下调压力。

⁴ 2015 年中央经济工作会议指出，房地产去库存是来年任务之一。但是，这项政策并没有被贯彻落实。

⁵ 如果按照住房面积计算，存量住房的去化也相当漫长。例如，北京、广东、浙江、上海、江苏等五个发达地区，住房施工面积相当于销售面积的倍数从 7.7 倍到 4.6 倍不等，这意味着库存去化需要 7.7 年到 4.6 年不等。

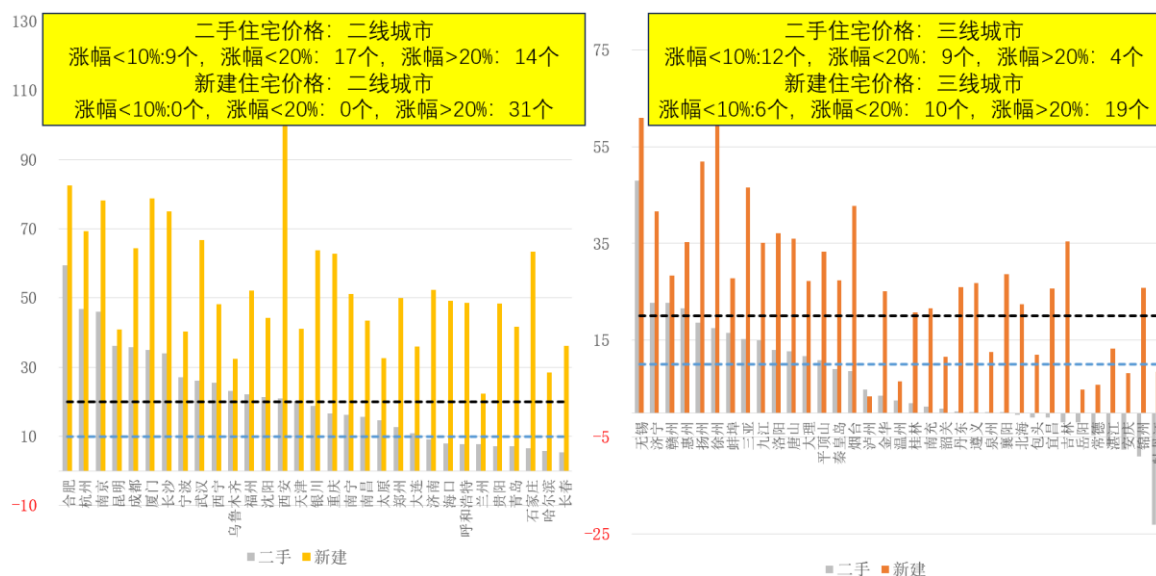


图 10A 房价涨幅：二线城市

图 10B 房价涨幅：三线城市

注：“房价涨幅”是 2024 年 10 月相对于 2012~2016 年最低点的涨幅。

总之，房地产去库存是一项艰巨的任务，未来多年都很难指望房地产为经济作出增量贡献。

（五）扩内需

在这里讨论的五项任务中，“扩内需”的难度系数最高。之所以如此，这是因为要稳定、持续地转向由内需驱动的发展模式，中国经济必须经历一场深刻的结构改革，同时，财政政策要保持足够大的支出强度，并调整支出结构（见下一节财政政策分析）。

中国经济的结构问题非常突出。在需求侧（图 11A），投资占比（固定资本形成/GDP）显著高于其他国家，与全球平均水平相比，高出了近 18 个百分点；同时，家庭消费占比显著低于其他国家，与全球平均水平相比，低了 18 个百分点。所以，“扩内需”的核心在于增加家庭部门的消费——这已经成为共识。

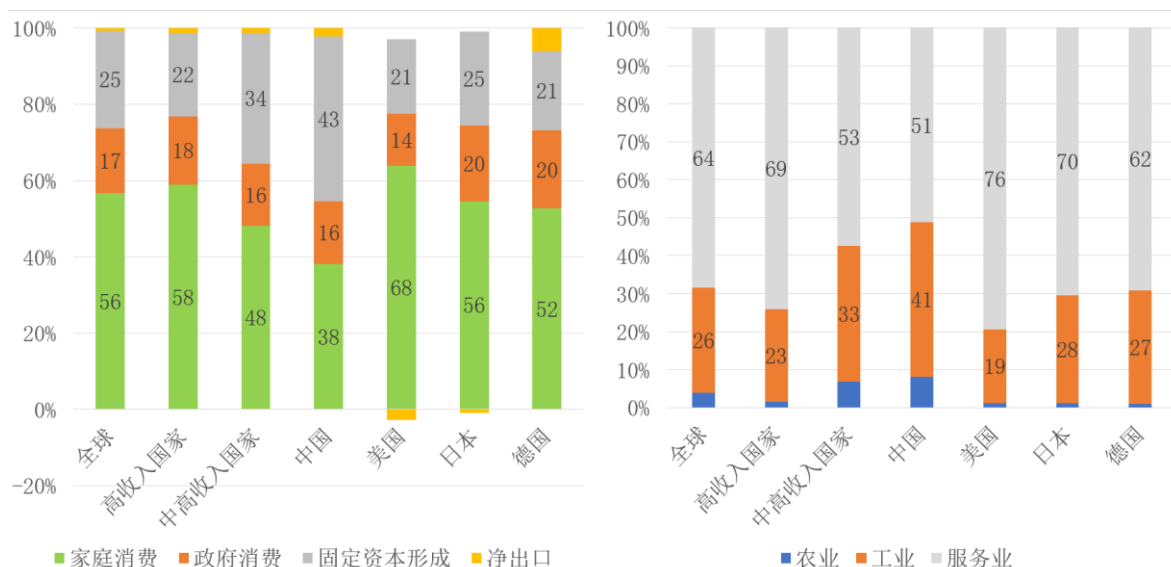


图 11A 2012~2022 年 GDP 的需求结构 图 11B 2012~2022 年 GDP 的产业结构

消费是收入（近期和预期未来的收入，或者说是可持续的“恒久收入”）的函数，因而 GDP 中消费占比过低根源在于国民可支配收入中居民收入占比过低。对于这一长期存在的问题，已经有很多分析，不再赘言⁶。

值得关注的是，就近期情况看，消费不振的问题似乎更加严重。从截至 2024 年 3 季度的数据看（图 12A），最终消费（包括家庭消费和政府消费）对 GDP 的贡献从 2023 年的 83% 下降到 50%，与此同时，净出口的贡献从 2023 年的 -11% 上升到 24%——这种对出口的过度依赖恰恰是特朗普能够肆无忌惮的关键原因。从居民消费意愿指数看（图 12B），在 2017 年特朗普首次上任后即大幅下滑，2022 年迄今一直位于负值区间。2023 年消费意愿指数出现了逆转上升态势，但 2024 年 1~10 月再次掉头向下。可以预期，如果没有“更加积极的”财政政策，2025 年可能会延续这种下滑态势。

⁶ 参见：殷剑峰，2023：《成事在人：人口、金融与资本通论》，社科文献出版社。

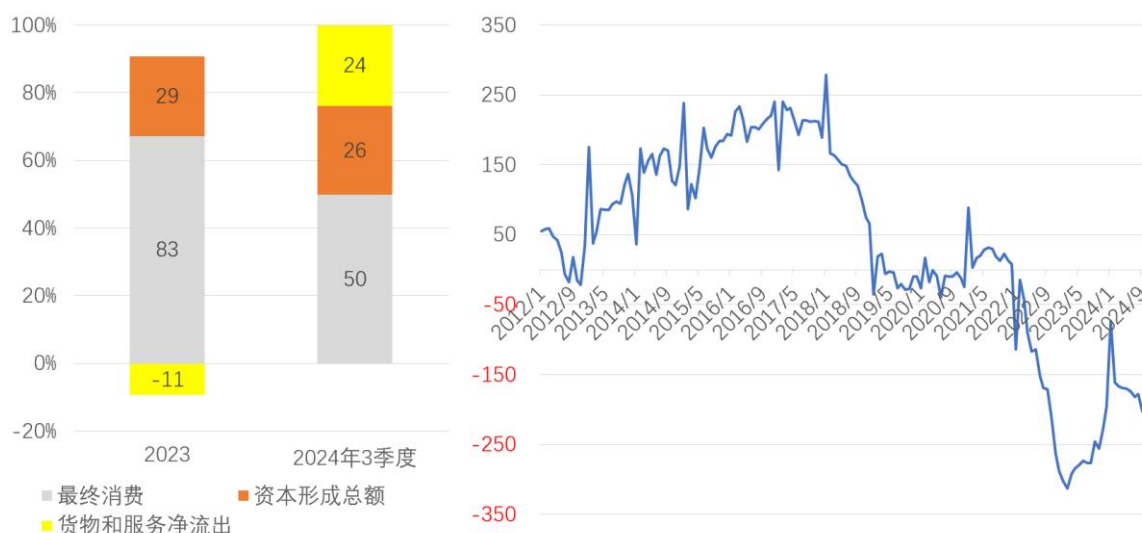


图 12A “三驾马车”对 GDP 的贡献 图 12B 2012 年 1 月~2024 年 10 月居民消费意愿指数

注：“居民消费意愿指数”根据中国人民银行公布的其他存款性机构资产负债表编制，编制方法略。

在内需中，投资虽然占比过大，但并不意味着不用再投资。在 2023 和 2024 年的两次中央经济工作会议中，都强调要扩大有效益的投资。实际上，横向比较看，中国的人均资本存量依然远低于发达国家，问题就在于投资的效益过低。投资效益低源自三个因素：第一，人口负增长；第二，消费被抑制；第三，产业结构扭曲。前两个因素已经得到分析⁷，现在看第三个因素。

对于产业结构扭曲造成投资效益过低的问题，只需要比较各个产业在投资和 GDP 中的占比即可（图 13）。如果某个产业的投资占比超过了 GDP 占比，就说明该产业用相对过多的投资只创造了相对较少的 GDP，因而属于低效投资的产业。可见，工业、金融房地产建筑业和基础设施均属于低效投资产业，尤其是基础设施应该被归于严重投资过剩的产业。相反，如果某个产业的投资占比超过了 GDP 占比，就说明该产业用相对较少的投资创造了相对较多的 GDP，因而属于高效投资的产业。可见，消费者服务业、生产者服务业和公共服务业均属于高效投资产业。

⁷ 参见：殷剑峰，2023：《成事在人：人口、金融与资本通论》，社科文献出版社。

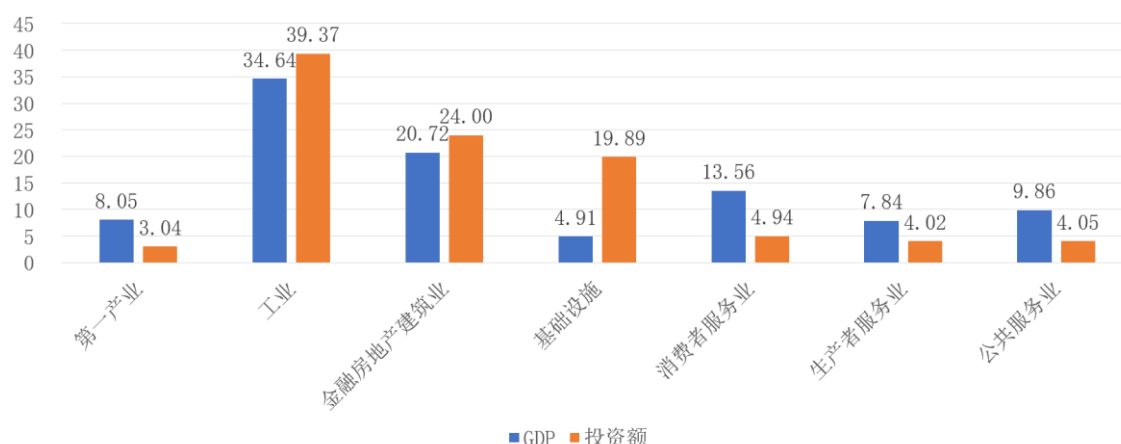


图 13 2010~2023 年 GDP 和投资的产业分布结构 (%)

注：“金融房地产建筑业”包括“金融业”、“房地产业”和“建筑业”；“基础设施”包括“交通运输、仓储和邮政业”和“水利、环境和公共设施管理业”；“消费者服务业”包括“批发和零售业”、“住宿和餐饮业”、“居民服务、修理和其他服务业”；“生产者服务业”包括“信息传输、软件和信息技术服务业”、“租赁和商务服务业”、“科学研究和技术服务业”；“公共服务业”包括“教育”、“卫生和社会工作”、“公共管理、社会保障和社会组织”。

投资的产业结构扭曲引出了中国经济存在的第二个结构性问题：在供给侧（图 11B），工业占比显著高于其他国家——比全球平均水平高出 15 个百分点，服务业占比则显著低于其他国家——比全球平均水平低了 13 个百分点。考虑到中国人均 GDP 距离发达国家水平仅一步之遥，与发达国家相比，中国服务业占比更是显得过低。

产业结构演化的基本规律是从农业到工业（工业化）、再到服务业（后工业化）。在这一规律的背后是决定消费结构演化的恩格尔定律：随着收入水平的上升，食品在消费篮子中的比重下降，制造业产品的比重上升；随着收入水平的进一步上升，在衣食住行都得到满足之后，对服务的消费占比不断上升。

中国经济在需求侧和供给侧存在的两个结构性问题相互关联，相互影响。需求侧对服务业投资的比重过低造成了供给侧服务业的占比过低，供给侧服务业的比重较低也反过来抑制了需求侧消费的进一步升级。

关于服务业对于刺激消费、化解制造业产能过剩的作用，近期一个鲜明的案例就是火爆全球的《黑神话：悟空》。开发此游戏的游戏科学公司仅用不到 10 亿元的成本，就创造了上百亿的直接销售收入，并带动了包括游戏机、显卡在内的周边产品千亿规模计的间接销售收入。这一案例表明：第一，供给可以创造需求，

但必须是有效的供给；第二，服务业（例如游戏产业）也可以扮演主导产业的角色，带动制造业（例如显卡、游戏机制造业）的销售，化解制造业产能过剩问题；第三，不要将“实体经济”狭隘地等同于制造业，实体经济包括农业、工业和服务业。

总之，无论是“激发有潜能的消费”，还是“扩大有效益的投资”都需要深刻的结构性改革。

三、如何实施“更加积极的”财政政策

根据中央经济工作会议精神，“更加积极的”财政政策是决定 2025 年乃至往后宏观形势的关键。在讨论这项政策之前，首先需要阐明的是，与许多人喜欢将改革和刺激政策对立起来的观点不同，我们认为，两者密切相关。在经济低迷之际，刺激政策为改革创造了良好环境，而改革将进一步激发经济的活力。对于“更加积极的”财政政策，中央经济工作会议指出了两点，即：“加大财政支出强度”和“优化财政支出结构”，前者是要保证足够的刺激力度，而后者则涉及到财政体制改革。

（一）隐性财政支出与隐性政府债务

在前文讨论“化风险”这项任务的时候，我们已经指出，化解地方政府存量隐性债务固然不难，但问题在于处理控制新增隐性债务和保持全口径财政支出强度间的矛盾。

通常认为，中国的财政账本包括一般公共预算收支、政府性基金收支、国有资本运营收支、社保收支等“四本账”。但是，这忽略了隐性财政支出以及由此累积下来的隐性政府债务。在考虑隐性财政支出后，全口径财政支出为：

$$\text{全口径财政支出} = \text{“四本账”财政支出} + \text{隐性财政支出}$$

全口径支出中无法被财政收入覆盖的部分就是累积下来的全口径政府债务：

$$\text{全口径政府债务} = \text{显性政府债务} + \text{隐性政府债务}$$

从地方政府的财政支出看，隐性财政支出主要包括两个科目：其一是城投公司基建支出中政府承担的隐性支出责任；其二是包括政府购买服务、PPP、政府引导基金等形成的隐性政府支出责任。根据部分省份调研的结果，在隐性财政支出中，第一部分的占比为 90%，第二部分占比为 10%。

为了统计隐性财政支出，我们以公布的全国 3575 家城投公司的营业支出为基础，分别假设城投基建支出中政府承担的隐性支出责任为 30%至 100%不等，可以估算出 2015 年至 2023 年的隐性财政支出以及累积的隐性政府债务（见表 5）。2023 年，隐性政府支出从 30%情景下的 2.68 万亿元到 100%情景下的 8.92 万亿元不等。

表 5 隐性财政支出规模及隐性政府债务估算（万亿元）

城投基建支出中 政府责任占比	100%	80%	70%	50%	30%
2015	3.27	2.61	2.29	1.63	0.98
2016	3.77	3.02	2.64	1.89	1.13
2017	4.40	3.52	3.08	2.20	1.32
2018	5.16	4.12	3.61	2.58	1.55
2019	6.11	4.89	4.27	3.05	1.83
2020	7.11	5.69	4.97	3.55	2.13
2021	8.28	6.62	5.80	4.14	2.48
2022	8.86	7.09	6.20	4.43	2.66
2023	8.92	7.13	6.24	4.46	2.68
累积的隐性政府 债务	55.87	44.69	39.11	27.93	16.76

数据来源：根据 Wind 公布的全国城投公司财务报表整理。

注：这里的统计来自城投公司营业支出，与信用总量数据可能不一致。

由于城投的经济效益普遍较差，隐性财政支出基本依靠负债支撑，因此假设累积的隐性财政支出就是隐性政府债务⁸。从 2015 至 2023 年累积的隐性政府债务看，在假设城投基建支出中政府责任占比为最低的 30%情景下，累积的隐性政府债务为 16.76 万亿元，这基本与财政部公布的隐性地方政府债务相一致；在极端的 100%情景下，累积的隐性政府债务高达 55.87 万亿元。

⁸ 我们对全国 3575 家城投公司的财务报表进行分析，发现绝大多数城投的 ROA 低于 1%，EBITDA/带息债务低于 4.75%的一般贷款平均利率。也就是说，城投公司连债务利息的偿还都存在问题。此外，这一假设也不影响结论，因为即使考虑到城投的收入后，也可以用政府承担城投支出责任较低的场景来推断累积的隐性政府负债。

（二）与“更加积极的”财政政策相适配的赤字率

“加大财政支出强度”自然需要提高财政赤字率。赤字率等于财政赤字/GDP，其中，财政赤字只考虑了一般公共预算的赤字。这里需要区分财政部公布的赤字率和实际发生的赤字率。

在财政部公布的赤字率中，赤字经过了一系列会计科目的调整，从而掩盖了财政收支平衡的真实状况：

公布的赤字=（一般公共预算支出+补充预算稳定调节基金+结转下年支出的资金）-（一般公共预算收入+结转结余资金使用+调入预算稳定调节基金+调入政府性基金、国有资本经营预算收入）

实际发生的赤字非常简单，就是一般公共预算支出与一般公共预算收入之差：
实际发生的赤字=一般公共预算支出-一般公共预算收入

对比公布的和实际发生的赤字率就可以清晰地看到（图 14），自 2015 年那轮债务置换之后，在“前门”洞开、“后门”又没有堵住的情况下，实际发生的赤字率都超过了 3%。根据 2024 年前三季度的财政收支进行推算，2024 年实际发生的赤字率肯定会超过 5%。所以，纠结 2025 年赤字率是否要突破 3%或者 4%已经完全没有必要。相反，要实施“更加积极的”财政政策，一般公共预算实际发生的赤字率必须在 5%以上。

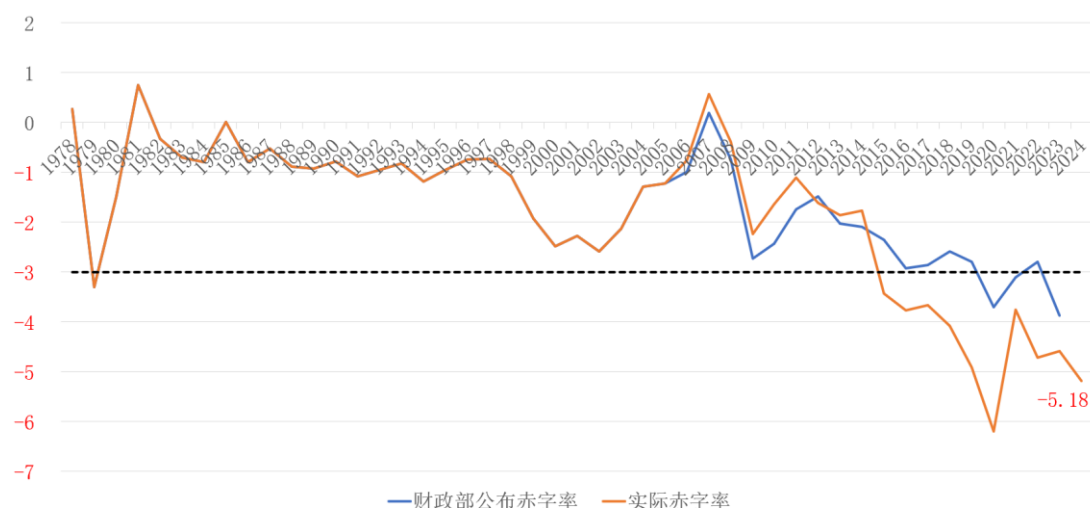


图 14 财政部公布的一般公共预算赤字率和实际发生的一般公共预算赤字率 (%)

数据来源：财政部，笔者计算。

注：2024 年数据为根据 2024 年前三季度数据的推算值。

不过，上述计算只包括一般公共预算收支，没有考虑隐性财政支出。在考虑隐性财政支出后，具有中国特色的总需求公式（不包括净出口）就是：

$$\text{总需求} = \text{消费} + \text{投资} + \text{“四本账”财政支出} + \text{隐性财政支出}$$

显然，如果这次债务置换之后，加强对地方的财政纪律，隐性财政支出将会大概率减少、甚至消失。这当然是防止系统性风险、保证经济可持续发展的长远之道，但是，在短期这将直接减少总需求。解决化风险与内需不足的矛盾，需要用额外的显性财政支出来填补空缺的隐性财政支出。

仅考虑“四本账”中的一般公共预算收支。假设 2025 年一般公共预算收支增速均为 4%，并且，隐性财政支出全部消失。在这种背景下，为了实施“更加积极的”财政政策，显性的一般公共预算支出需要额外增加，以弥补消失的隐性财政支出缺口。在城投基建支出中政府责任占比 30%的情景下，2025 年的赤字率需要达到 6.54%，财政支出增速需要达到 13.37%；在政府责任占比为最高 100%的情景下，赤字率和财政支出增速分别为 11.12%和 35.24%（见图 15）。

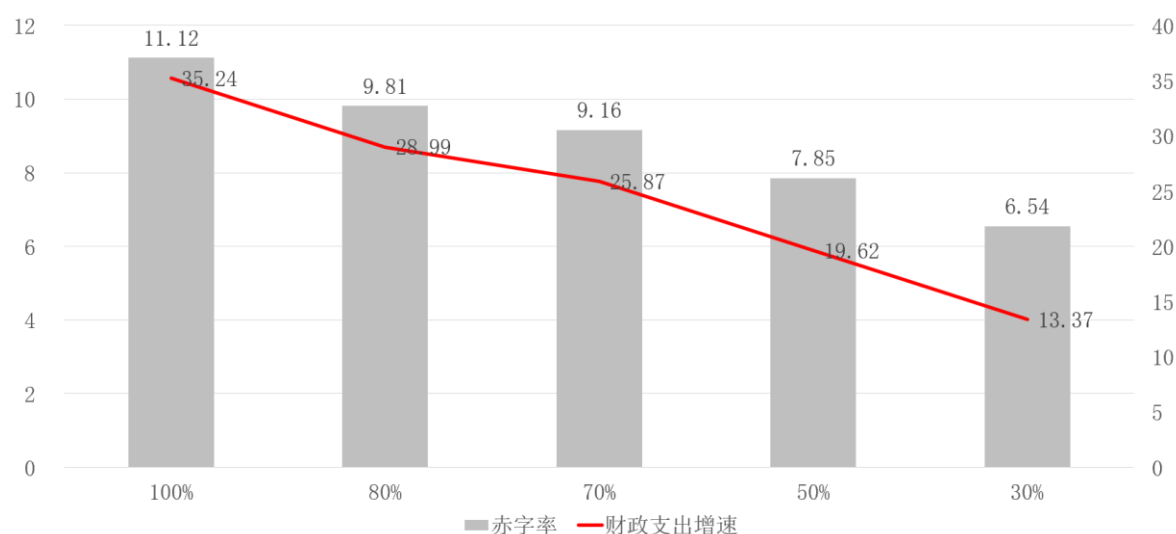


图 15 根据不同场景推算的 2025 年赤字率（%，左轴）和财政支出增速（%，右轴）

注：假设一般公共预算收入与支出增速为 4%；“100%”至“30%”分别为城投基建支出中政府责任占比从 100%至 30%不等的情景下，一般公共预算支出弥补隐性财政支出消失后形成的赤字率和对应的财政支出增速。

我们倾向于认为，城投基建支出中政府责任占比为 80%和 70%的两种情景比较符合现实。如果考虑其他因素，例如部分隐性财政支出继续发生，则可以选取 50%的情景——这也意味着，为了保证全口径财政支出不缩减，2025 年一般公共预算赤字必须达到近 8%，一般公共预算支出需要额外增加近 5 万亿元，支

出增速必须达到近 20%。

需要注意的是，上述分析没有考虑第二本账——以土地出让金为主的政府性基金。由于存量住房数量庞大，在人口已经连续两年负增长的背景下，房地产去库存的进程将会相当漫长。从 2024 年中央经济工作会议的精神看，对 2025 年房地产市场的政策定位也仅仅是“止跌回稳”。所以，如果考虑到土地出让金收支的缩减，为了实施“更加积极的”财政政策，更是要确保一定的财政支出强度。

事实上，对比其他国家的经验，在面对总需求严重不足的时候，为实施“更加积极的”财政政策，8%甚至更高的赤字率并不是一个令人惊讶的数字(图 16)。例如，美国和日本在 2009~2011 年间赤字率都在 8%以上，2020 和 2021 年新冠疫情疫情期间赤字率甚至高达 12%~15%。即使只是看潜在基本赤字率（underlying primary balance）⁹，在危机和疫情期间，两国也都保持在 8%左右。总之，为了实施“更加有效的”财政政策，对于赤字率问题，大家应该做好心理准备。

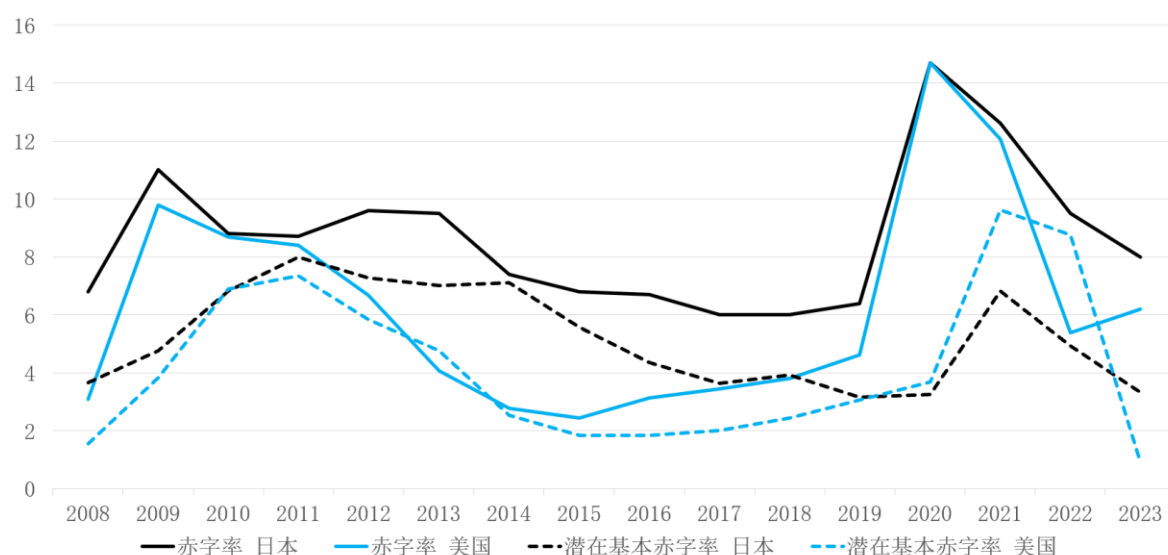


图 16 美国与日本的赤字率、潜在基本赤字率 (%)

(三) 与“更加积极的”财政政策相适配的财政支出结构

财政支出结构存在的问题首先表现在中央和地方的关系上。自 1994 年分税制改革建立的财政体制存在两个特点：第一，事权下放，这使得财政支出责任主要在地方；第二，财权上收，这使得收不抵支形成的债务也主要在地方。这种央

⁹ 潜在基本赤字率是扣除财政利息支出和周期性因素后的赤字率，这是反映财政政策姿态（fiscal stance）、即财政政策的基本方向是扩张还是收缩的指标。

地关系与其他国家均不相同。在其他国家，中央（或联邦政府）是支出的主体，债务也是以国债为主。

除了央地关系之外，财政支出结构存在的问题还表现在支出的产业结构上。从不含城投的财政支出（仅包括一般公共预算支出）看（图 17A），公共服务业的支出占比超过一半，加上生产者服务业和消费者服务业，对整个服务业的支出占比达到 70%，而低效投资的基础设施、金融房地产建筑业、工业只有不到 20% 的支出。这种财政支出的产业结构似乎是合理的。

然而，如果将涉及到隐性财政支出和隐性政府债务的城投考虑进来，问题就出现了。在城投的支出中（图 17B），金融房地产建筑业占比达 60%（其中几乎完全是建筑业），基础设施达 28%，这两个行业加上工业等三个低效投资的产业占全部城投支出的 90%以上。

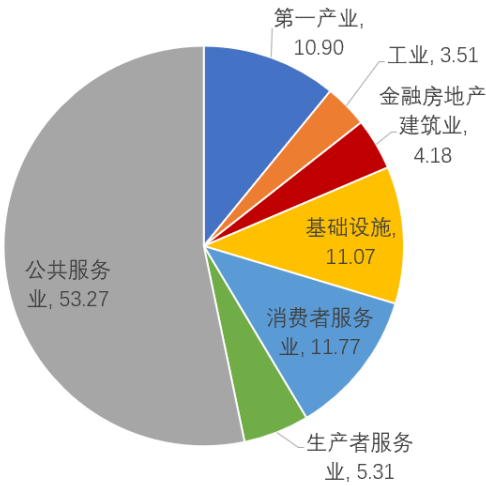


图 17A 2012~2023 年财政支出的产业结构 (%)

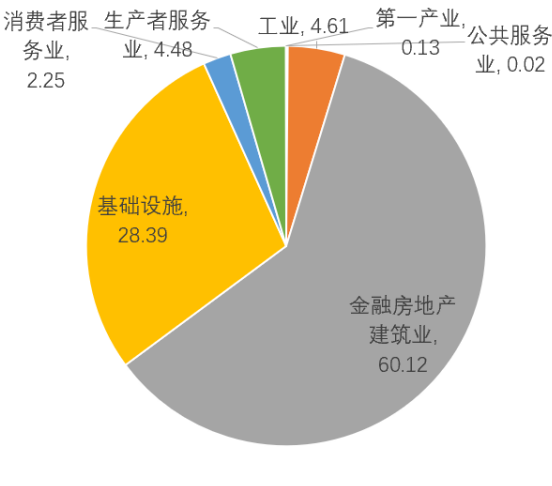


图 17B 2012~2023 年城投公司支出的产业结构 (%)

注：各类产业的界定与图 13 一致。

那么，包括城投在内的全口径财政支出的产业分布如何呢？这里，我们以政府债务和城投债务作为权重，计算全口径的财政支出结构（图 18）。问题就很明显了。全口径财政支出用于金融房地产建筑业和基础设施两个产业的比重都远远超过了两个产业在 GDP 中的占比。相反，全口径财政支出用于消费者服务业和生产者服务业的比重都比较低。所以，投资效益之所以差，财政的“贡献”不容忽视。

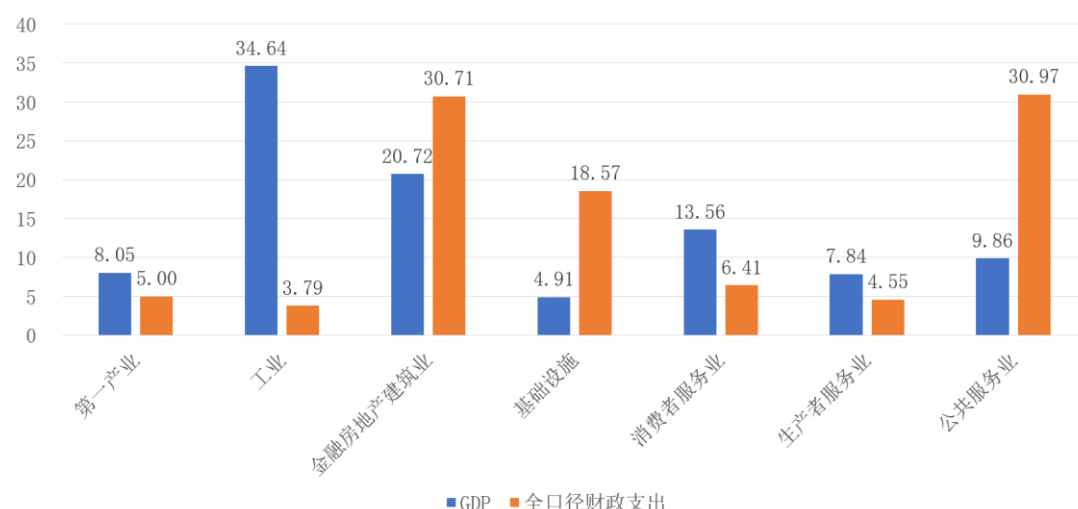


图 18 2010~2023 年 GDP、全口径财政支出的产业分布结构 (%)

注：全口径财政支出是以政府债务和城投债务作为权重，统计的财政支出和城投支出的加权平均数，政府债务和城投债务来自“信用总量数据库”。

总之，优化财政支出结构既要合理平衡中央和地方的关系，也要调整财政支出的产业结构。从全口径财政支出看，问题的根源主要在于城投。在人口态势逆转、土地财政终结的大背景下，随着财政纪律加强，隐性财政支出和隐性债务将受到严格约束，城投只能转型，必须转型，但转型之路艰难。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。