

筑底企稳、稳中求进的中国经济

——2024 年宏观经济及大类资产配置分析与 2025 年展望



主要观点

■ 2024 年：政策调整下的中国经济运行特征与大类资产表现

面对 2024 年二季度以来中国经济下行压力加大，“9.24”以来中央和各部委出台了一揽子增量举措，宏观调控逻辑发生转变，并呈现出六大特征：一是更加注重微观主体的资产负债表修复；二是政策总体注重防风险与促发展的平衡；三是更加关注“价格”信号；四是更加注重政策之间的一致性、协同性；五是更加注重合成效应，注重央地联动，且政策出台节奏加快；六是更加注重预期管理。

在宏观调控转换之下，中国经济顺利完成全年 5% 的增长目标，并呈现六大结构性特点：一是 2024 年经济增长呈现出“U”型态势，四季度经济边际改善明显；二是增长动力随着经济结构持续调整也呈现结构性变动特征；三是从供需结构来看，总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资分化特征，结构性失衡仍存；四是核心 CPI 持续改善释放积极信号，但整体价格水平仍偏低；五是内需偏弱与微观体感偏冷带来融资需求不足，但四季度以来资金活化程度改善；六是居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加。

从大类资产表现看，2024 年黄金表现较为强势；债市收益率波动下行，10 年期国债收益率迈入“1.0”时代；股票市场整体较去年末有所上涨，主要源于 9.24 政策刺激后大幅反弹，四季度整体呈区间震荡走势。

■ 中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键

中央经济工作会议提出的五大统筹能否切实落地是推动中国经济行稳致远的核心关键，做好五个统筹前需要把握好六大关键：一是地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机；二是终端消费需求疲弱下供需失衡问题仍是主要矛盾，全方位扩大内需是核心关键之一；三是经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在；四是新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础；五是价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键；六是要客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键。

■ 2025 年宏观经济与大类资产配置展望

尽管中国经济面临一些挑战，但四季度以来经济运行的积极因素在增多，支撑 2025 年中国经济延续修复，2025 年中国经济增速有望达到 4.8% 左右，全年经济走势或呈“N 型”，四个季度增速或分别为：4.8%、5.1%、4.6%、4.7%。

从大类资产配置来看，股票市场将呈现区间波动走势，建议关注高股息板块；2025 年债市收益率中枢下行趋势或难以扭转，但波动或有所加大，需注意波段操作；原油在供大于求格局下或偏弱运行，黄金或高位波动，但需警惕黄金价格冲高回落风险。

■ 实现 2025 年经济增长目标的政策建议

2025 年宏观政策仍需发力，保持经济政策与非经济政策的一致性，加大逆周期调节力度，筑牢经济回升的基础。建议：一是将 2025 年经济增长目标设置在 5% 左右，并将名义增速纳入目标考量；二是把握宏观政策“时、度、效”，强化系统思维、放大政策效应；三是适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策形成合力，加大超常规逆周期调节；四是多措并举提振消费，发挥内需对经济增长的带动作用；五是推进房地产、地方政府债务等重点领域风险化解；六是积极应对外部环境变化，稳外需与鼓励企业出海并重；七是持续推进结构性改革，进一步释放发展潜力。



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
研究员 张 堃
kzhang02@ccxi.com.cn
研究员 张文宇
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn
研究员 燕 翔
xian@ccxi.com.cn
研究员 赵皓月
hyzhao@ccxi.com.cn
研究员 王 晨
chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

增量政策下经济运行积极因素增多，供需分化政策需更加积极有为——宏观经济与大类资产配置月报（2024 年 12 月）

增量政策效果加快显现，四季度积极因素增多——10 月经济数据简析（2024 年 11 月）

内需偏弱对生产的拖累继续加大——8 月经济数据简析（2024 年 9 月）

当前宏观经济运行的五大关注点——7 月经济数据简析（2024 年 8 月）

内需走弱压力未减，下半年“保五”仍待政策发力——二季度宏观经济数据点评（2024 年 7 月）

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731；
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

一、2024 年政策调整下的中国经济运行特征与大类资产表现

2024 年二季度以来，中国经济下行压力逐步加大，7 月份和 9 月份的政治局会议均强调了稳增长的重要性，尤其是 9 月底以来，中央出台了一系列针对消费、资本市场、房地产及地方政府债务等核心领域的增量措施。从四季度宏观经济数据来看，在政策调整的推动下，中国经济呈现出明显的筑底企稳迹象。

表 1 2024 年季度中国宏观经济核心指标一览表

	2024 年					2023 年	同比
	两年复合增速	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4	变化
GDP（当季同比，%）	5.3	5.3	4.7	4.6	5.4	5.2	↓
GDP（累计同比，%）	5.1	5.3	5.0	4.8	5.0	5.2	↓
第一产业（当季同比，%）	3.9	3.3	3.6	3.2	3.7	4.2	↓
第二产业（当季同比，%）	5.3	6.0	5.6	4.6	5.2	5.5	↓
第三产业（当季同比，%）	5.5	5.0	4.2	4.8	5.8	5.3	↑
工业增加值（同比，%）	5.2	6.1	6.0	5.8	5.8	4.6	↑
服务业生产指数（同比，%）	6.6	5.5	4.9	4.9	5.2	8.1	↓
投资（累计同比，%）	3.1	4.5	3.9	3.4	3.2	3.0	↑
制造业投资	7.8	9.9	9.5	9.2	9.2	6.5	↑
房地产投资	-10.1	-9.5	-10.1	-10.1	-10.6	-9.6	↓
基建投资（不含电力）	5.1	6.5	5.4	4.1	4.4	5.9	↓
基建投资	8.7	8.8	7.7	9.3	9.2	8.2	↑
民间投资	-0.3	0.5	0.1	-0.2	-0.1	-0.4	↑
社零额（同比，%）	5.3	4.7	3.7	3.3	3.5	7.2	↓
出口：同比（%，美元）	0.5	1.5	3.6	4.3	5.9	-4.7	↑
贸易顺差（亿美元）	-	1836.6	4349.9	6895.0	9921.6	8221.0	↑
CPI（同比，%）	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2	—
PPI（同比，%）	-2.6	-2.7	-2.1	-2.0	-2.2	-3.0	↑
M2：同比（%）	8.5	8.3	6.2	6.8	7.3	9.7	↓
新增社会融资规模（亿元）	-	129300	181000	256600	322600	355875	↓

（注：复合增速均为 Q4 列的复合增速；同比变化箭头表示 2024 年 Q4 与上年同期比较变化）

（一）2024 年在政策调整下中国经济筑底企稳，并呈现出多重特征

疫情冲击以来，中国宏观政策经历了持续动态调整。目前中国经济仍处于深度的周期调整阶段，中长期问题与短期问题交织叠加，经济运行和修复的复杂性、难度相较以往进一步加大。在此背景下，宏观政策持续动态调整，以应对日益复杂的经济形势。从最开始的应对疫情冲击到后来三重压力之下的跨周期调节，再到多重压力背景

下逆周期调控力度不断加大，再到 2024 年超常规逆周期调节。总体来看，中国宏观政策的动态调整不仅是应对短期挑战的必要手段，也是实现经济高质量发展的重要保障。

去年二季度以来，中国宏观经济运行出现了较大下行压力，风险调整之下宏观收缩效应开始显现。“9.24”以来中央和各部委出台了一揽子的增量举措，12 月的中央经济工作会议也基本延续政策基调，对 2025 年经济工作进行部署。整体来看，此轮宏观调控转变逻辑上有六个非常重要的特征。一是更加注重微观主体的资产负债表修复。从经济复苏所需经历的三个阶段来看，社会秩序和交易修复阶段已完成，当前中国经济正处于资产负债表修复阶段。中央经济工作会议提出，“稳住楼市股市”、“实现房地产止跌回稳”，明确将资产价格纳入到宏观调控的范式中。可以看出本轮一揽子增量政策直接作用于居民、企业、政府三部门资产负债表修复，其中稳地产是短期内扩内需、资产负债表修复的核心，也是当前宏观经济政策调整的重要着力点。二是政策总体注重防风险与促发展的平衡。从 730 政治局会议到 926 政治局会议，政策基调从“保持定力”转向“增强责任感和紧迫感”，924 以来的多部委发布会和重要会议也显示出当前政策重心开始从防风险向稳增长转变。三是更加关注“价格”信号。由于价格水平低迷，企业盈利相对偏弱，因此过去两年宏观与微观温差持续，中央经济工作会议提出“使社融、货币供应量同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。相较以往，当前已将价格设立为一个重要引导目标，这一转变也释放了一个重要信号，即宏观经济政策需要更加关注并引导价格水平的持续回升。四是更加注重政策之间的一致性、协同性。疫情转段至三中全会之前，货币与财政政策总体呈现出各自发力的状态，利率下调与国债加快发行错期推出。二十届三中全会后特别是一揽子增量政策出台以来，货币与财政政策的一致性明显提升，积极财政与宽松货币之间的协同性显著加强。五是更加注重合成效应，注重央地联动，且政策出台节奏加快。政策的出台由原先“挤牙膏”式推出转为“一揽子”政策集中推出，数量更多、频率更强、力度更大，涉及货币、金融、房地产、财政、化债等多方面，有助于形成政策合力，推动政策效果更快更好发挥。六是更加注重预期管理。9 月底以来政治局会议、各部委新闻发布会密集召开，针对推出的政策做详细解读，有助于推动政策在一定程度上被预见和理解，进而减少市场波动、提高政策效果。

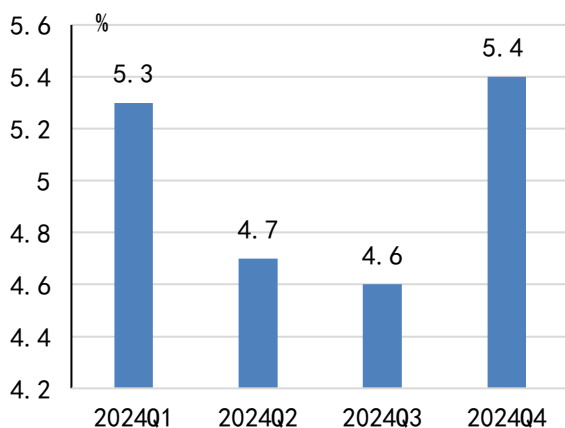
在宏观调控转换之下，中国经济修复筑底企稳迹象非常明显，经济运行中一些积极信号也在逐步释放。四季度以来宏观经济表现相对亮眼，助力我国顺利完成全年 5%

的经济增长目标，其中生产和消费端都有环比改善的迹象，房地产止跌企稳的基础也在不断的呈现。整体来看，当前中国经济修复呈现六大结构性特点。

1. 从经济增长趋势来看，2024 年经济增长呈现出“U”型态势

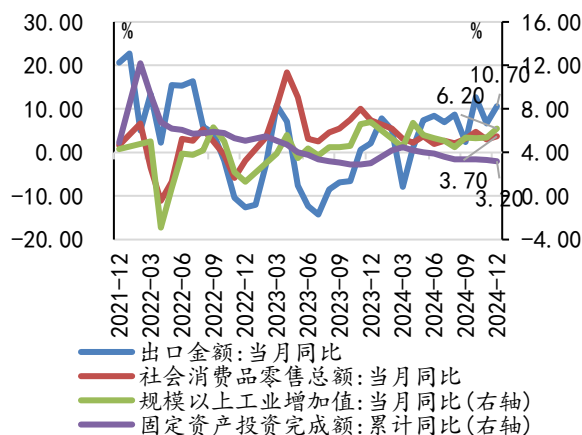
2024 年，中国实际 GDP 同比增长 5.0%，在外部压力增大、内部困难增多的背景下，顺利实现全年 GDP 增速目标。分季度来看，四个季度经济增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%和 5.4%，从走势来看呈“U”型态势。其中二季度以来主要经济指标边际走弱，在一揽子增量政策支撑下，9 月以来部分经济指标有所改善，四季度 GDP 环比大幅抬升，对于完成全年 5%的增长目标非常关键。从名义增速来看，2024 年 GDP 名义增速为 4.2%，基本与 2023 年持平，但仍低于实际增速水平，其核心原因在于代表价格的 GDP 平减指数仍处负区间。2024 年 GDP 平减指数累计同比增长-0.8%，尽管降幅较 2023 年收窄 0.2 个百分点，但仍连续七个季度为负，导致微观主体体感“偏冷”，名义增速中枢有待进一步提升。平减指数能否进一步改善取决于核心产能周期以及房地产周期的调整情况，四季度平减指数边际改善也是受这两大因素边际改善驱动。四季度以来，工业品价格降幅持续收窄，房地产领域价格边际回升，都对平减指数抬升发挥积极作用，这也是今年我们需要进一步发力的方向之一。

图 1：2024 全年 GDP 增速呈“U”型走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

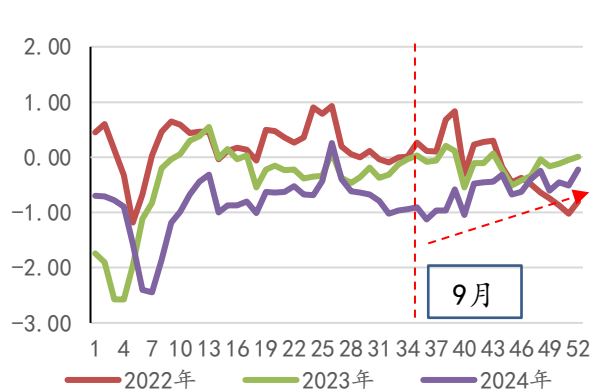
图 2：四季度以来生产、消费、出口明显改善



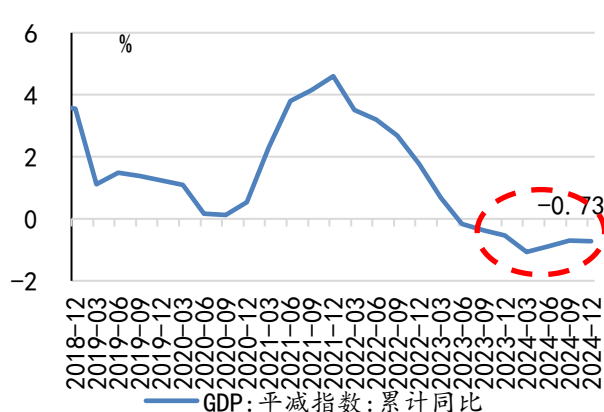
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：中诚信国际宏观高频指数 9 月以来边际回升

图 4：GDP 平减指数已连续 7 个季度为负



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

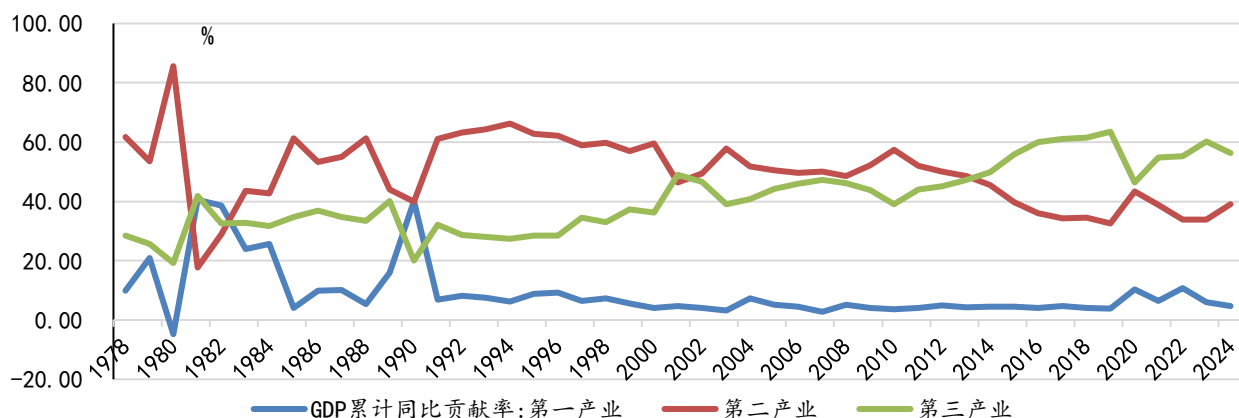


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

2. 增长动力随着经济结构持续调整也呈现结构性变动特征

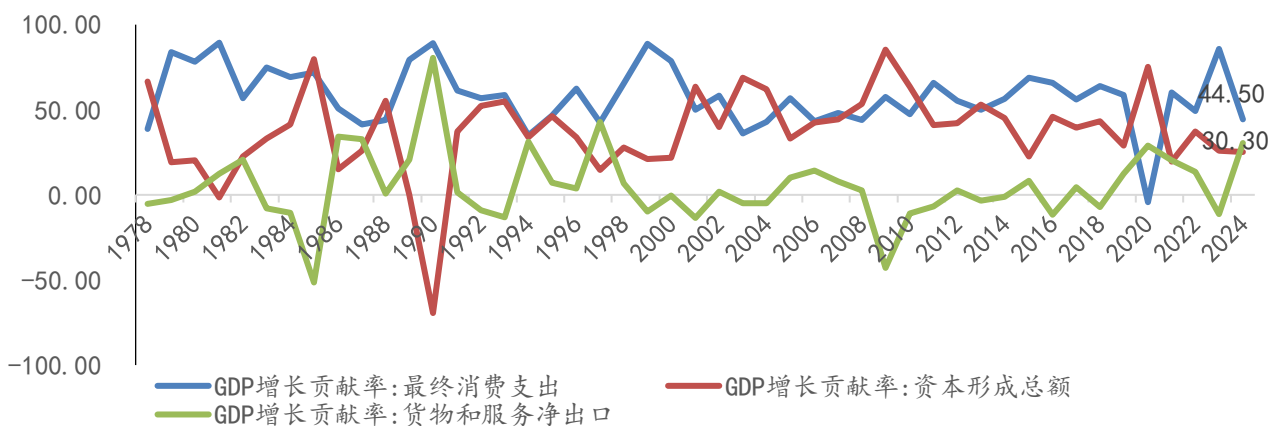
从三大产业的贡献情况来看, 2024 年一二三产对于经济增长的贡献率分别为 5.2%、38.6%和 56.2%。具体来看, 随着 2012 年第三产业占 GDP 比重首次超过第二产业, 三产对于经济增长的贡献始终高于第二产业, 目前仍然维持这样一个特点。从三大需求对经济增长的贡献来看, 2024 年在外需改善以及政策支持下, 净出口对经济增长贡献显著上行, 2024 年全年达到 30%以上, 但最终消费对于经济增长的贡献呈边际走弱的态势, 从 2023 年的 85.6%回落至 2024 年的 44.5%, 是经济增速下行的主要原因。这也反映出随着内外部环境的变化, 当前终端有效需求不足对于经济修复以及对当下经济结构性改善的制约非常明显。

图 5: 第二产业的增长贡献率相较前值略有下行



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 6: 最终消费的增长贡献率边际下行, 净出口的增长贡献率显著上行

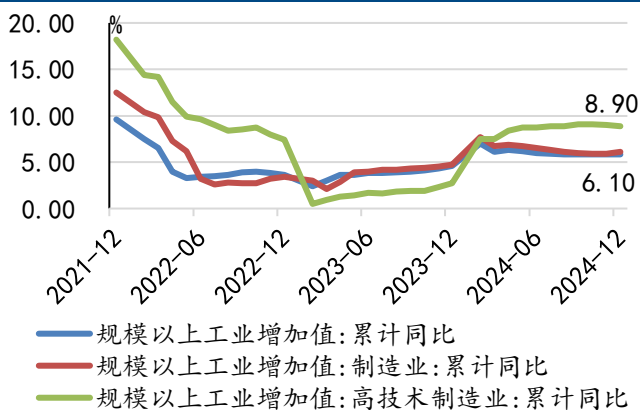


数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

3. 从供需结构来看, 总体呈现生产偏强、消费偏弱、投资分化特征, 结构性失衡仍存

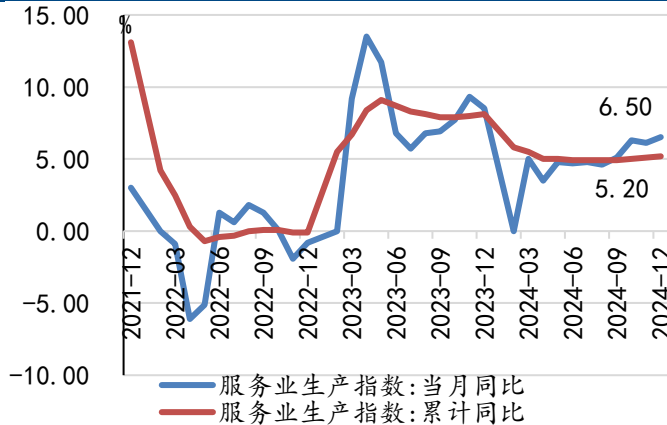
从生产端来看, 2024 年工业增加值同比增长 5.8%, 保持较快增长, 服务业生产指数同比增长 5%, 整体不弱。其中高技术制造业与装备制造业的增加值增长较快, 对工业生产形成支撑, 并且四季度产能利用率显著回升至 76.2%, 为 2022 年以来的季度高点, 也反映出在一揽子增量政策之下, 部分行业产能利用率随着供需结构性、边际性改善得到了提升。

图 7: 工业增加值韧性较强



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 8: 服务业生产总体不弱

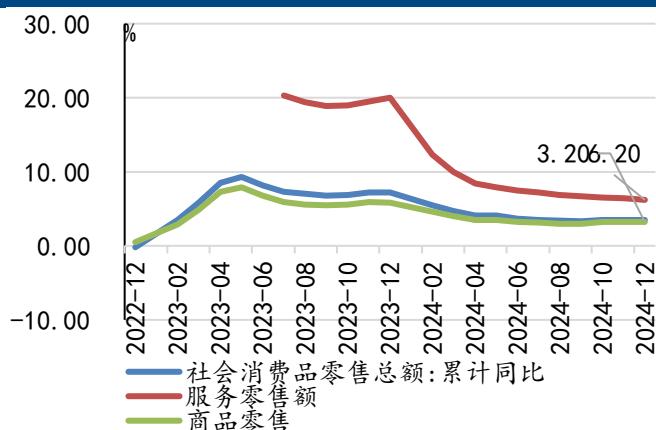


数据来源: wind, 中诚信国际研究院

从三大需求来看, 在消费端, 消费增长势头呈现出持续边际放缓态势, 增长中枢有所下降。2024 年社零额同比增长 3.5%, 尽管四季度较前三季度边际改善 0.2 个百分点, 但总体来看增速不高。从消费结构来看, 相较常态增长趋势, 当前基础商品消费已经恢复至原有路径, 服务消费显著偏离常态增长趋势线。服务消费作为疫后消费修复的重要推动力量, 2024 年增速显著放缓, 服务零售额同比增长 6.2%, 因此后续

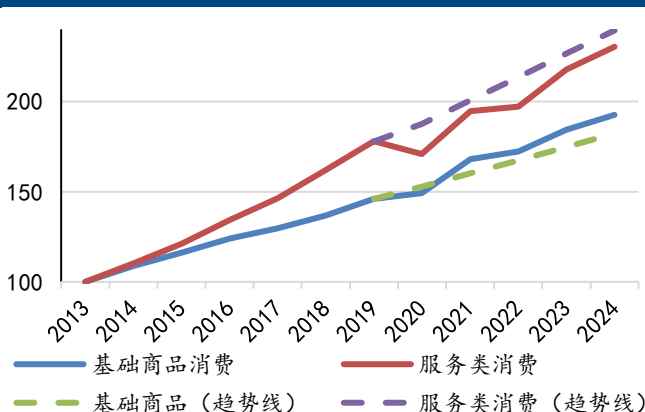
提振服务消费可以作为今年促消费的重要发力点。从商品消费结构来看，受房地产深度调整影响，相关消费 2021 年以来增速显著慢于社零额增速，在整体消费支出中比重由原来高点 17% 左右降至 10% 左右。随着“两新”政策效应持续释放，通讯器材、家电、汽车等耐用消费品四季度呈现出比较明显的波动上行态势。还需指出的是，当前消费降级和消费下沉现象凸显。从代表不同消费倾向的电商的经营业绩来看，拼多多作为消费降级的代表，2024 年上半年营收和利润增速显著超过传统电商平台京东和阿里，说明消费者在当前经济环境下更加注重性价比，出现了一定的消费降级问题。并且今年三四线城市社零额增速显著快于一线城市，也反映出消费下沉的问题，这与近两年一线城市居民收入和就业受到更大影响密切相关，尤其是在资产价格波动走弱之下，对于一二线城市居民财产性收入造成较大影响。与此同时，一线城市居民杠杆率高企也对消费释放形成一定掣肘。

图 9：消费增长持续边际放缓，增长中枢下降



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 10：服务消费显著偏离常态增长趋势线



数据来源：wind, 中诚信国际研究院

图 11：食品烟酒消费在居民支出中的占比有所提升

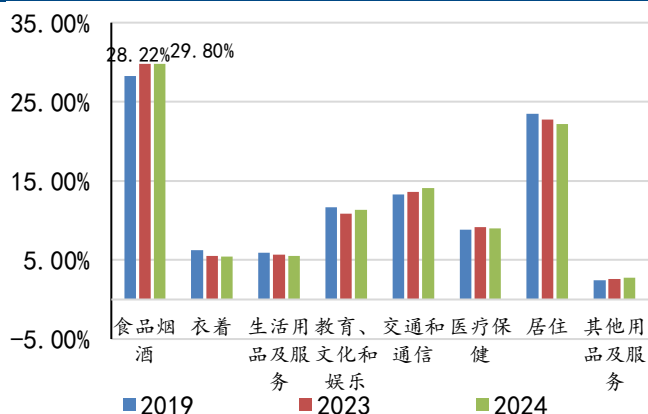
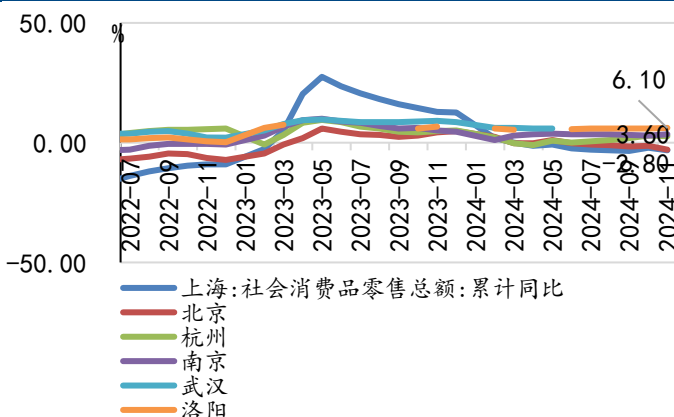


图 12：三四线城市社零额增速显著快于一线城市

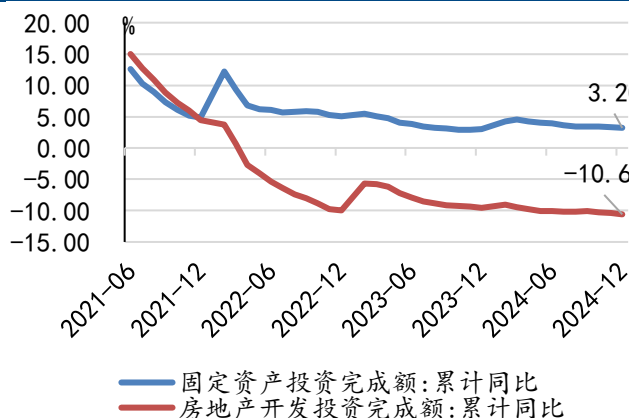


数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

数据来源: wind, 中诚信国际研究院

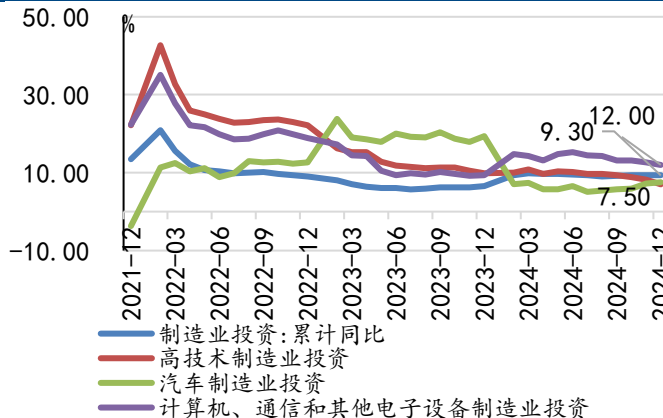
从投资端来看，三大投资延续分化态势。2024 年固定资产投资增速同比增长 3.2%，较 2023 年提升 0.2 个百分点。其中随着设备更新和以旧换新政策效应释放，叠加出口加持，2024 年制造业投资保持高位，同比增长 9.2%；基建投资（不含电力）受三季度专项债发行使用节奏加快影响，四季度基建投资小幅改善，但整体来看在高基数下基建投资偏慢，同比增长 4.4%。房地产开发投资降幅进一步扩大，同比下降 10.6%，是固定资产投资的主要拖累项。尽管四季度销售和房价出现一定的边际筑底企稳迹象，但考虑到销售向投资端的传导通常存在 12-13 个月的时滞，未来一段时间房地产开发投资或延续下滑态势，但跌幅或在今年下半年或年末出现一定改善。

图 13：房地产开发投资跌幅进一步扩大拖累投资



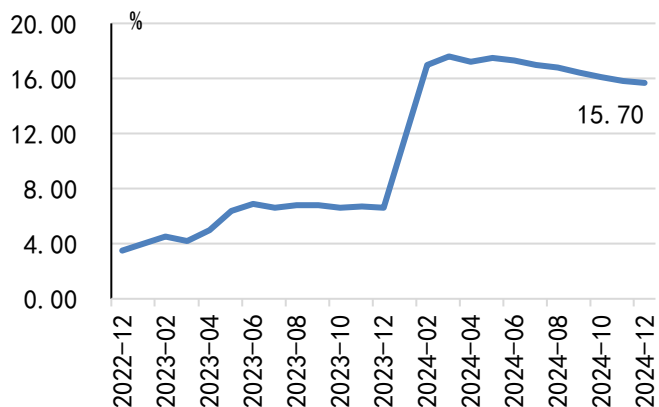
数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 14：制造业投资保持较快增长



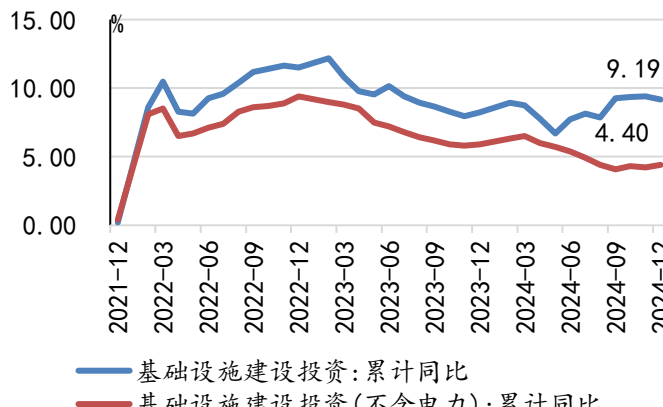
数据来源: wind, 中诚信国际研究院

图 15：反映设备更新的设备工器具购置投资增速较快



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

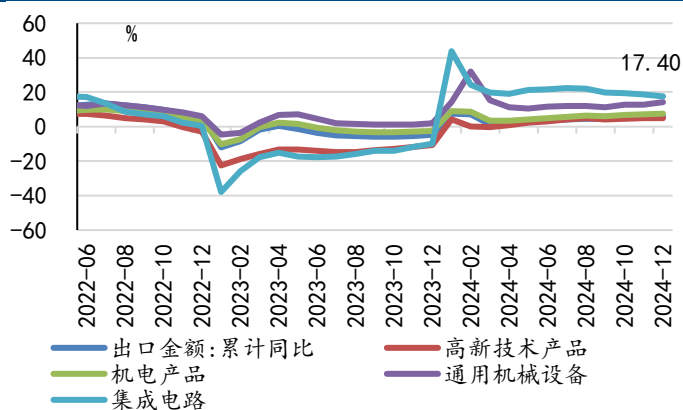
图 16：狭义基建增速偏慢



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

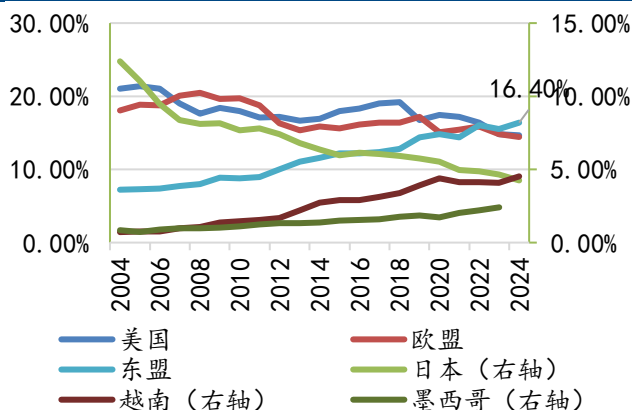
从外需来讲，出口偏强对于内需的疲弱形成一定对冲。2024 年出口金额同比增长 5.9%，是 2024 年经济增长的主要拉动项。从国别结构来看，对东盟、“一带一路”国家出口保持较快增速，对其出口金额占比分别达 16.4% 和 50.3%。去年在“抢出口”带动下对美国出口占比边际回升至 14.7%，但从近年趋势来看，仍较 2018 年下降约 5 个百分点。但也需要看到，部分出口商品出口数量增速显著快于出口金额增速，或存在“以价换量”和“卷价格”问题。

图 17：2024 年出口同比增长 5.9%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 18：抢出口带动下，对美国出口占比边际回升



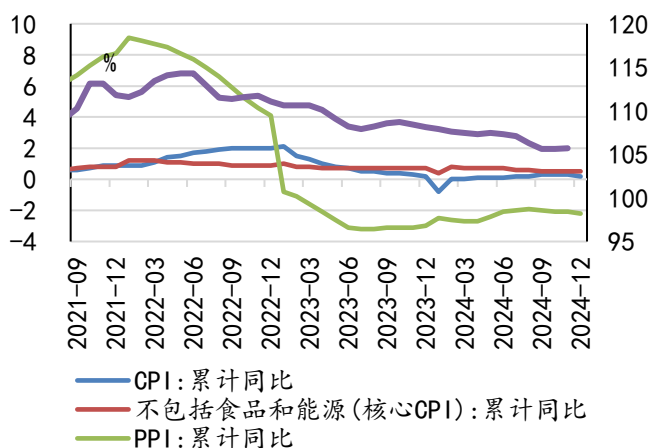
数据来源：wind, 中诚信国际研究院

4. 核心 CPI 持续改善释放积极信号，但整体价格水平仍偏低

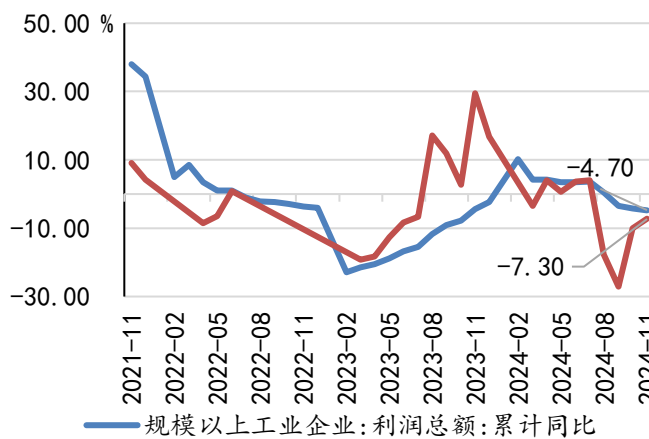
供需失衡之下，价格水平持续低迷。2024 年 CPI 同比增长 0.2%，整体价格水平仍然偏低；PPI 同比增长-2.2%，连续 24 个月处于负增区间。价格水平的持续低迷对企业盈利形成压制，2024 年工业企业利润同比下降 4.7%，降幅较上年扩大 2.4 个百分点，价格水平偏低仍是企业利润修复的重要制约。因此需警惕通缩压力，避免物价下行沿着“利润-投资-就业-收入-消费”链条负向传导。但是，随着一揽子政策效应释放，价格和企业盈利方面也释放出一些积极信号，例如核心 CPI 连续 3 月小幅上行、12 月份新建住宅价格自 2023 年 6 月以来首次环比转正、四季度以来工业企业利润降幅有所收窄等。

图 19：CPI 同比总体在 0%附近、PPI 持续负增长

图 20：2024 年工业企业利润下降 4.7%

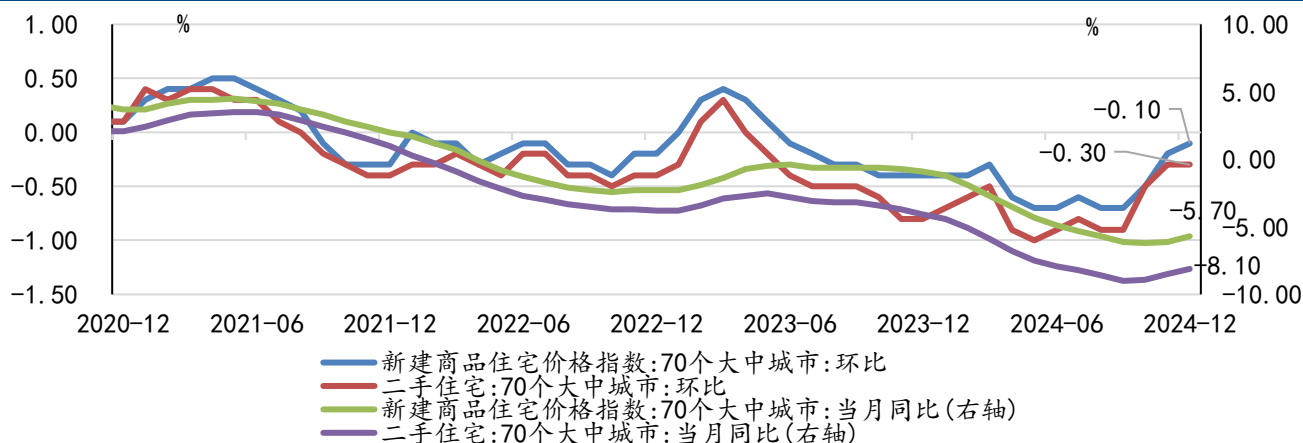


数据来源: Wind, 中诚信国际研究院



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

图 21: 大中城市新建商品住宅与二手住宅价格环比降幅收窄但依然在下行



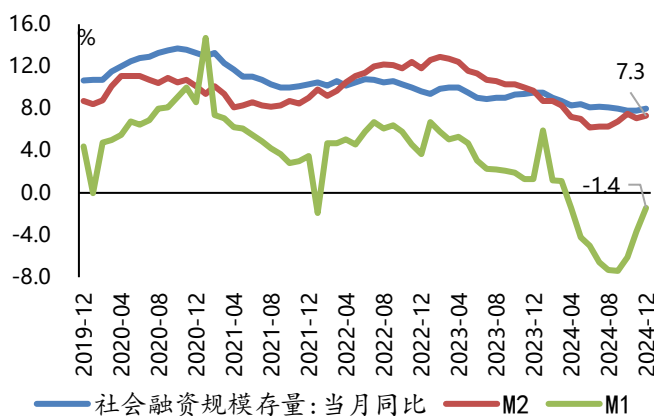
数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

5. 内需偏弱与微观体感偏冷带来融资需求不足，但四季度以来资金活化程度改善

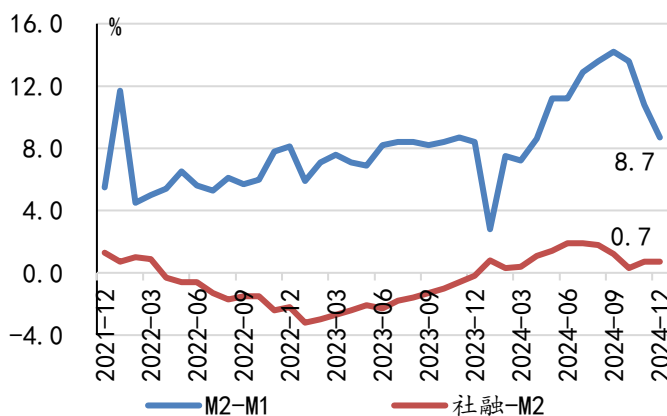
金融是实体经济的映射，2024 年新增社融、M1、M2 增速均呈现下行态势。但四季度以来随着政府债券发行加快以及一些政策举措的落地，在政府债券托底之下，社融数据呈现出一定的边际改善。并且相较于前三季度内需偏弱和微观主体偏冷带来的融资需求不足和惰性货币的现象，在四季度也得到一定的改善，M1、M2 的剪刀差持续扩大的趋势在 10 月份出现拐点，有所收窄，资金活化程度有所改善。企业活期存款在 M1 中的占比加速下行的趋势在四季度也有所扭转，这一定程度上也体现出化债举措对企业资金流动性方面的改善。

图 22: 存量社融增速、货币供给增速总体呈下行趋势

图 23: M2 与 M1 剪刀差在 10 月份出现拐点



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

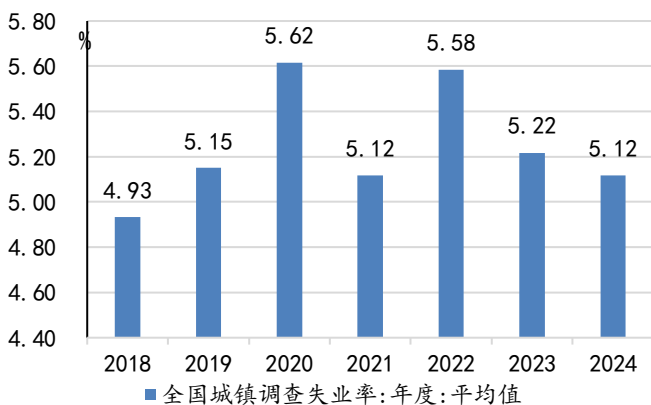


数据来源: wind, 中诚信国际研究院

6. 居民就业边际改善，出生人口反弹，经济运行长期向好的因素有所增加

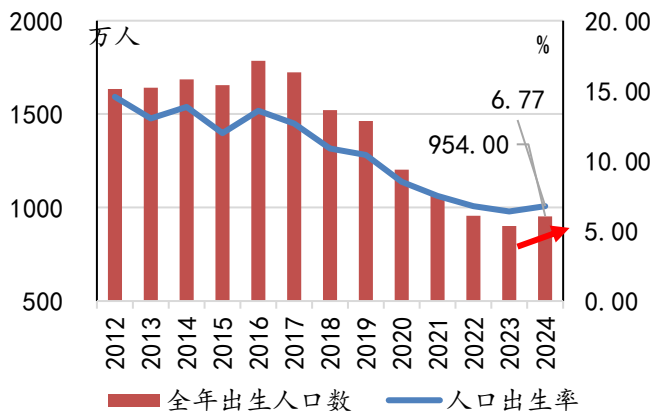
今年以来，居民就业有所改善，2024 年城镇调查失业率为 5.12%，较上年回落 0.1 个百分点。年内出生人口和出生率均出现反弹，打破 2017 年以来连续下降的趋势。从这两点来看尤其是人口因素来看，支撑经济基本面运行长期向好的积极因素在进一步增多。

图 24: 城镇调查失业率边际改善



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 25: 出生人口和出生率均有所改善回暖



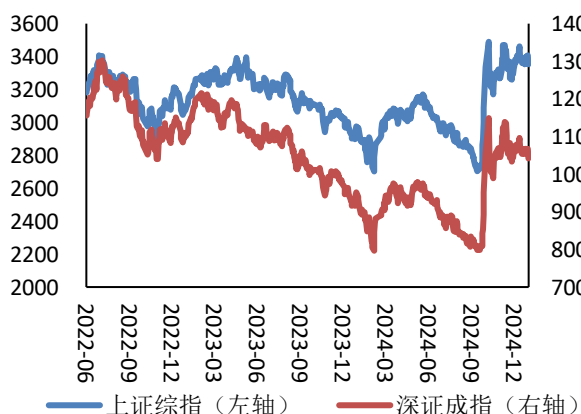
数据来源: wind, 中诚信国际研究院

总体来看，一揽子增量政策出台以来，经济运行积极因素增多，为 2025 年开局奠定良好基础。长期来看，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，经济持续向好的支撑条件和基本趋势并未改变。但也应该认识到，我国经济运行仍面临一些困难和挑战，一方面当前外部环境变化带来的不利影响加深，另一方面国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多等问题仍存。

(二) 大类资产表现：黄金价格表现强势，债市收益率波动下行

2024 年黄金表现较为强势、带动商品指数整体上涨，债市收益率波动下行，9 月中下旬股票市场大幅反弹后呈现区间震荡走势。分类别看，股票市场较去年末有所上涨，主要源于 9·24 政策刺激后大幅反弹，四季度各类股指表现分化，上证综指小幅上涨，深证成指、创业板指均下跌。以上证综指为例，年初呈波动下跌走势，2 月初在证监会部署维护资本市场稳定工作、中央汇金加大 ETF 增持规模及力度等利好作用下，上证综指反弹明显，但伴随利好作用逐步消化，指数开始进入震荡状态；5 月起，由于经济数据边际走弱，市场风险偏好较低，叠加北向资金流入放缓等，上证综指波动走低；9 月 24 日，央行宣布“一揽子政策”，包括创设两项新的货币政策工具支持资本市场，市场情绪大幅提振，上证综指强势反弹；四季度伴随利好作用逐步弱化，指数整体上行动力不足，呈区间震荡走势。债市收益率中枢逐季下行，其中四季度受货币政策定调“适度宽松”、降准降息预期升温、机构配置力量增强等因素影响，收益率下行加快；截至 12 月 31 日，10 年期国债收益率为 1.6752%，较去年末下行 88BP；从中枢看，全年为 2.22%，同比下行约 50.89BP，其中四季度中枢为 2%，较三季度下行 17BP。大宗商品有所上涨，2024 年商品指数涨幅为 5%；分类看，贵金属、有色指数涨幅较高，全年涨幅分别为 29%、9.5%，尤其是黄金，在包括美联储在内的全球央行陆续降息、地缘政治冲突持续、全球经济下行压力较大等因素影响下，表现强势，伦敦金最高突破 2700 美元/盎司；但同时，受需求不足等影响，非金属建材、煤焦钢矿指数表现不佳，跌幅均超过 20%。

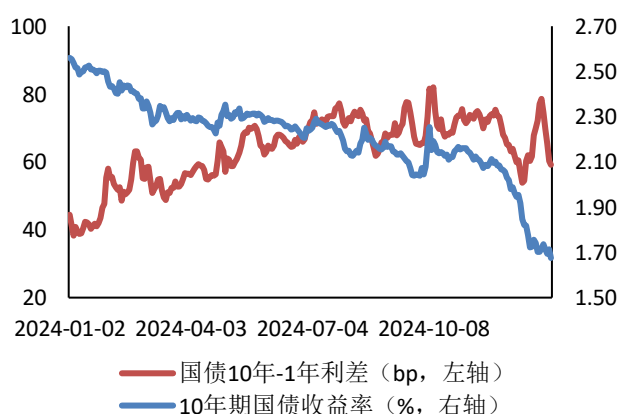
图 26：股票市场走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

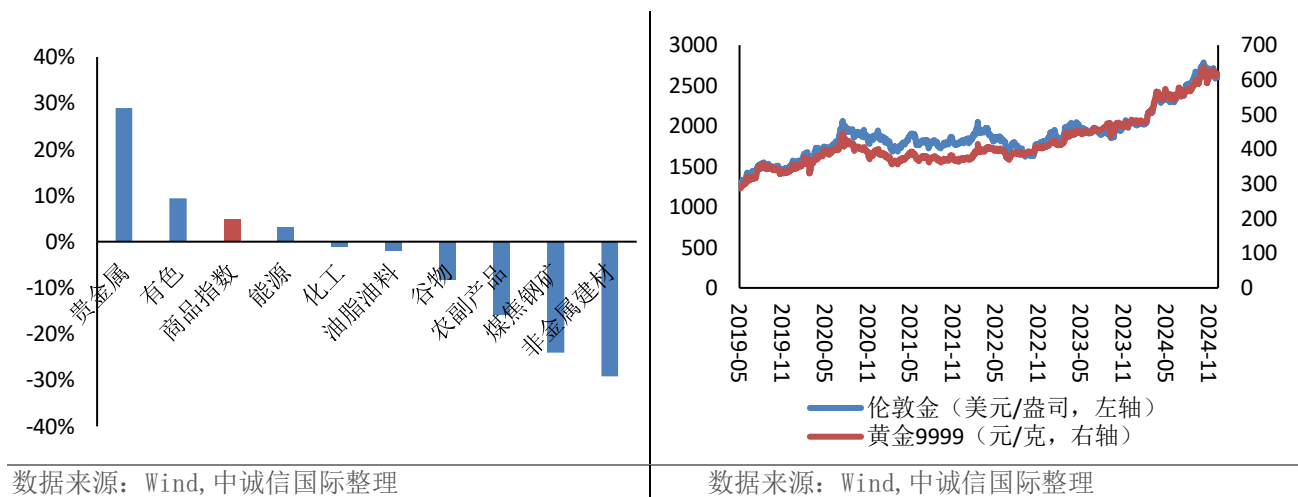
图 28：Wind 商品分类指数涨跌幅（2024 年）

图 27：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 29：黄金价格走势



二、中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键

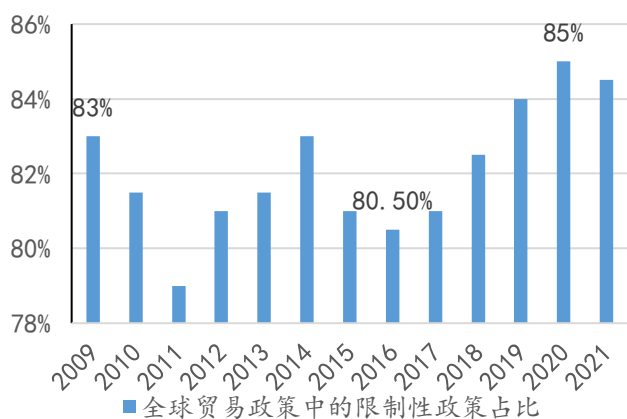
中央经济工作会议提出“统筹好有效市场和有为政府的关系”、“统筹好总供给和总需求”、“统筹好培育新动能和更新旧动能”等五大统筹，这五个统筹能否切实落地是推动中国经济行稳致远的核心关键。而做好五个统筹前需要把握好六大关键问题，这六大问题既有周期性、结构性等中长期问题，也有近两年出现的一些新问题。因此 2025 年中国经济筑底企稳、稳中求进需把握好六大关键。

（一）地缘形势动荡与大国博弈交织，把握外部环境变化中的危与机

一方面地缘政治形势进入新动荡期，叠加大国博弈交织，整体外部环境的变化带来的不确定性在加强。近年来全球疫情、大国博弈、俄乌战争、巴以冲突、欧洲右转，全球地缘形势进入新的动荡期，全球贸易额距离原有增长趋势出现向下偏离。短期来看，特朗普将于本月 20 日正式上任，特朗普 2.0 框架下，美国政府的经济与外交政策给全球经济和贸易带来较大不确定性，随着加征关税落地，明年出口或将面临一定挑战。与此同时，尽管 WTO 和 IMF 等国际组织对今年贸易整体增速的预测好于 2024 年，今年出口或有一定支撑，但当前全球主要经济体制造业 PMI 处于荣枯线下方，随着贸易摩擦进一步加剧以及地缘政治形势的变化，我国出口增速达到 2024 年的水平压力较大。从中长期来看，全球产业链重构对于中国经济的影响仍处在演变过程中。随着大国博弈的持续，全球产业链、供应链也将面临持续的调整，美西方在这一过程中通过政策手段试图削弱或替代中国产能。2023 年，美国对华政策从“脱钩”转为“去风险”，联合盟友采取了诸多对华的限制性措施，包括设置管制壁垒、构建防华联盟，

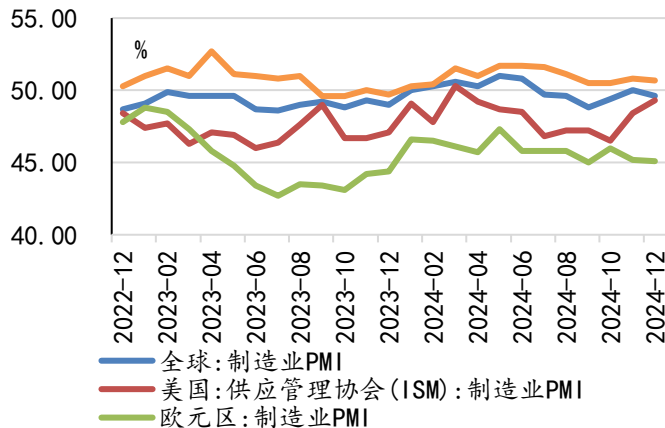
设立芯片四方联盟（Chip4）等等。在“去风险”的概念下，美国积极推动自身脆弱度较高、技术含量高的产业链回流本土，或者在近岸、友岸地区形成产能。从产业链重构和全球化红利分配机制上看，当前全球贸易已由过去比较优势决定全球化红利分配，转变为贸易战驱动的利益全球再分配。但无论是脱钩还是去风险，都进一步加剧了我国企业面临的多重风险和挑战。

图 30：全球贸易政策中的限制性政策占比上升



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 31：全球主要经济体制造业 PMI 处于荣枯线下方



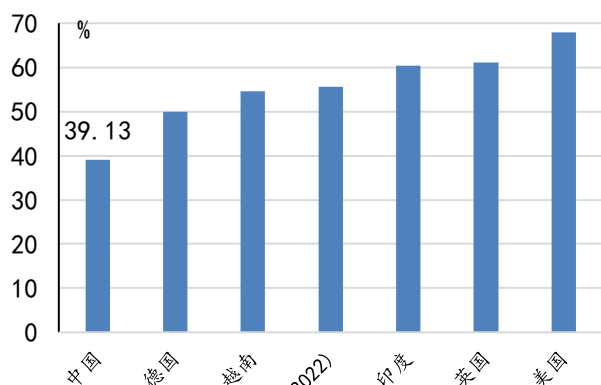
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

（二）终端消费需求疲弱下供需失衡问题仍是主要矛盾，全方位扩大内需是核心关键之一

有效需求不足特别是终端消费疲弱是当前经济运行的主要矛盾之一。当前我国居民最终消费率显著低于美、日等发达国家，也显著低于印度、越南等新兴经济体，虽然最终消费率并不是越高越好，但也需要与经济体量相匹配。从全年经济增长动力转变来看，全方位的扩大内需是当前必须要做的一个核心关键问题。此外，供需失衡下部分行业产能利用率走低，出现产能过剩现象。部分企业为了争夺市场份额或仅仅为了存活，不得不降低价格引发“内卷式”竞争。“内卷式”竞争一方面与有为政府和有效市场边界需要更好的处理有关，另一方面也与产品同质化、产业组织不健全、竞争模式单一等密切相关。但从结果来看，“内卷式”竞争会加剧企业生产经营的困难，尤其对于一些产能利用率相对较低的行业，增收不增利的问题或更加明显。这势必影响企业的投资能力和投资意愿，进而对就业和居民收入产生影响，进一步导致消费需求下降。因此，在当前这种状况下，供需两弱、负向循环亟需打破。

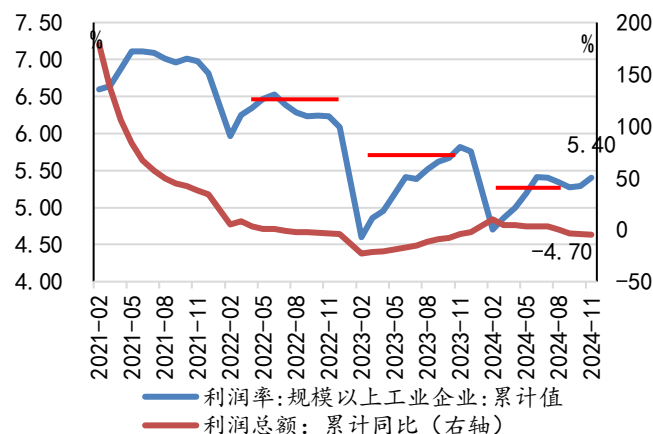
图 32：我国居民最终消费率低于世界主要经济体

图 33：工业企业利润率水平偏低，增收不增利



注：除日本外，其他国家均为2023年数据

数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

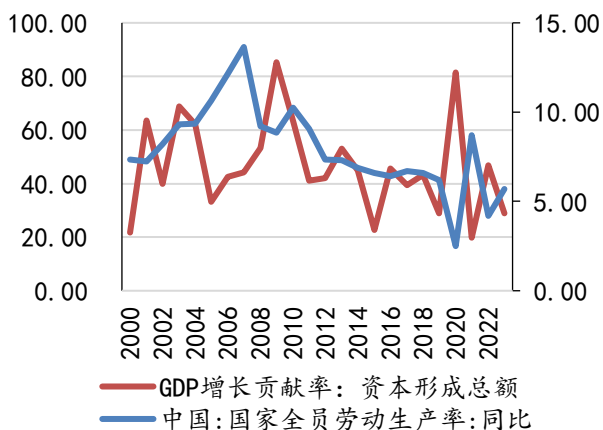


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

（三）经济运行效率有所走低，提高资源配置效率是量的合理增长与质的有效提升的关键所在

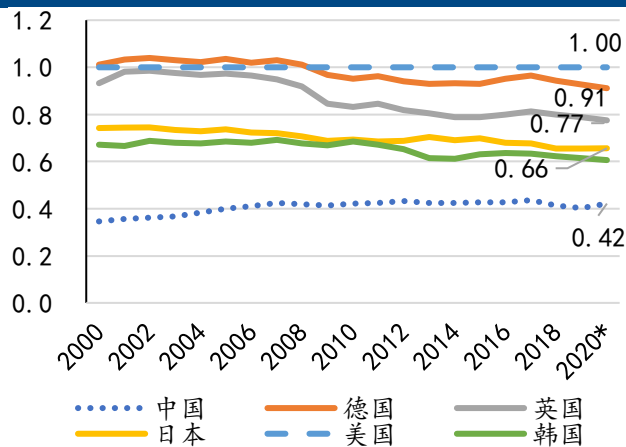
中央经济工作会议提出要进一步统筹提升质量和扩大总量之间的关系，处理好增量和存量之间的关系，提高资源配置效率是统筹好这些关系、做好量的合理增长和质的有效提升的关键所在。目前来看，当前经济运行效率总体走低，无论是作为要素的资本和劳动的边际回报率还是整体宏观效率都呈现走弱迹象。2013 年国家提出做大做强国有企业，从资源配置来看当前信贷和债券市场资源配置基本倾斜于国有企业，国有企业负债和资产在近几年有了大规模的攀升，但其盈利水平并没有随之同步扩张，其净资产收益率和总资产回报率都显著低于规模以上工业企业的平均水平，这也是未来我国提升经济运行效率的重要发力点。

图 34：资本回报率与劳动生产率增速波动下行



数据来源：中诚信国际研究院测算

图 35：我国全要素生产率仍低于主要发达国家

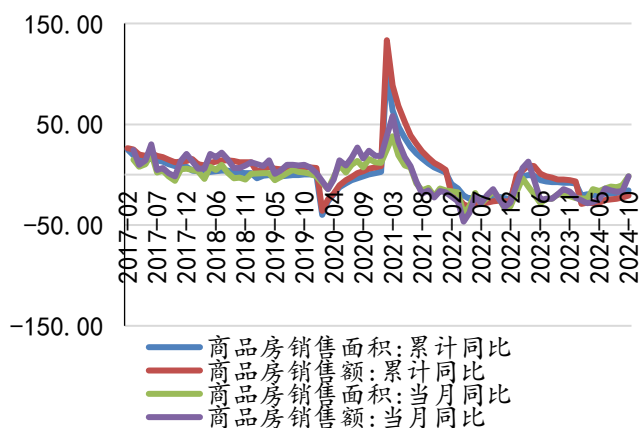


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

（四）新动能培育取得一定进展，新旧动能平稳转换是高质量发展的关键基础

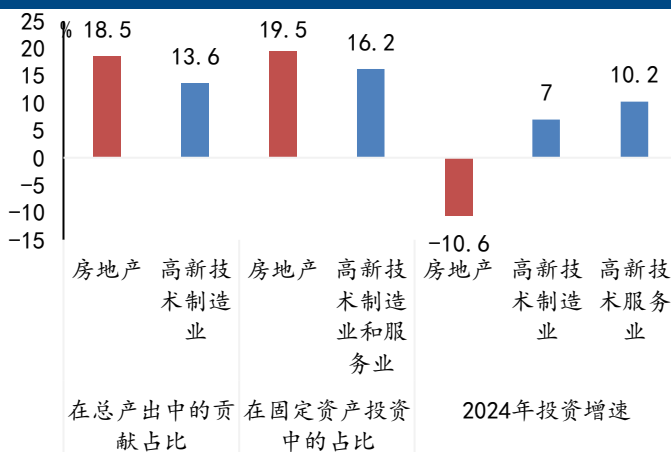
近年来我国在新动能培育方面取得长足进步，数字经济（广义）占 GDP 比重持续上升，高技术制造业对税收的贡献率持续增长、“新三样”在出口金额中的占比较 2022 年显著提升，但整体上而言尚未成势，数字经济对 GDP 贡献率走低、“新三样”占比较 2023 年下滑。从传统动能看，房地产作为焦点行业，整体仍处筑底阶段，尽管四季度以来房地产销售边际回暖，房价触底迹象显现，一二线城市新房、二手房销售面积和价格边际回暖，从百城租金收益率与 10 年期国债收益率差值来看，房价已具备回稳基础，同时，房地产去库存加快，北京二手房挂牌量下跌。但考虑到房企风险仍在释放，从销售到投资的资金链条仍有待修复，严控增量下投资或仍处低位，稳地产还需政策进一步呵护。从新动能和旧动能对投入产出的影响来看，房地产在总产出中的贡献占比依然高于高技术制造业，高技术产业投资 10% 的增长无法对冲 10% 左右的房地产投资下行。因此实现新旧动能平稳转换至关重要，是推动经济高质量发展的重要基础。

图 36：全国商品房销售面积和销售额同比降幅收窄



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 37：高技术产业投资增长对冲不了房地产投资下行



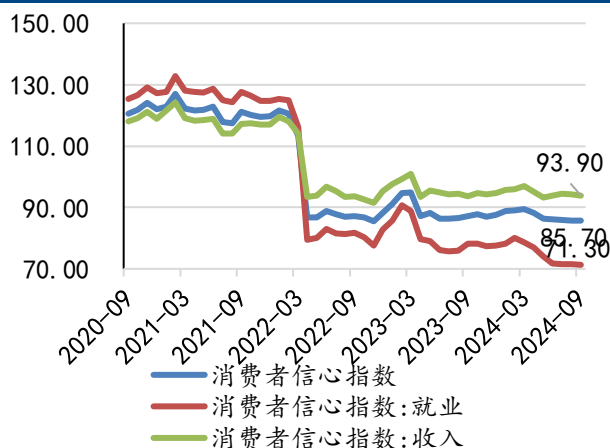
数据来源：wind, 中诚信国际研究院

（五）价格是经济运行冷暖的衡量指标，也是提振微观主体信心的关键

尽管当前价格水平出现积极的、边际改善的信号，但整体仍处在低位运行阶段。而物价持续低迷将会沿着“利润-投资-就业-收入-消费”链条负向传导，因此亟需打破这一负向循环。中央经济工作会议将价格水平作为重要宏观政策目标之一，提出着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合。此外，价格合理回升是提振微观主体的信心关键，尤其是资产价格变动。过去一段时间，居民和企业部门资产负债表

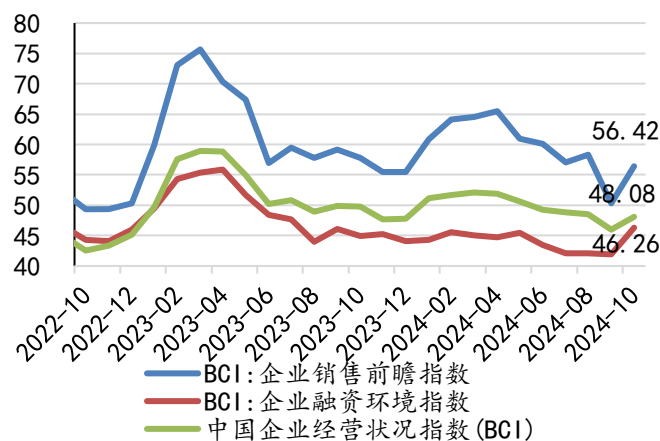
受到较大冲击，进一步影响了这些部门的支出能力和意愿。从消费者信心指数和企业信心指数等指标来看，尽管出现边际改善，但整体仍处历史低位，并且企业对于销售和利润的预期尚未得到根本改观，“远洋捕捞”等乱象也影响部分微观主体信心。对于政府部门而言，地方政府面临双向激励约束机制不足的问题，多元化考评机制下约束性有所增强，在一定程度上制约地方发展活力和积极性。近年来政府支出占 GDP 比重逐年下降，地方政府作为过去经济建设的重要主体之一，占比降幅尤为明显，从 2020 年的 32.1% 降至 2024 年三季度末的 24.3%。政府支出的下降对应的是居民和企业收入，进一步通过宏观收缩效应加剧对整体经济的影响。此外政府拖欠款问题也愈加突出，由此带来的资金循环不畅、政府信用受损等问题也会制约微观主体信心的修复。根据中诚信国际研究院估算，样本企业应收账款（含其他应收款）中政府机构相关的规模为 11 万亿左右，约占 GDP 的 8%，中西部企业资金占用现象更为突出；考虑到部分应收账款处于正常的回款周期内，若细分从企业报表（应收账款的坏账准备）、重点领域（抗疫为例）拖欠规模估算，可能形成的政府拖欠款规模大致 4.5 万亿元，占 GDP 的比例超过 3%。¹

图 38：消费者信心指数整体处于历史低位



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 39：企业销售前瞻指数与融资指数仍处于较低水平



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

（六）要客观看待债务、债务风险是促进债务与经济增长良性循环的关键

当前中国宏观债务规模和杠杆率处于高位，根据 BIS 数据，截至 2024 年 6 月，中国的债务总量达 370 万亿元，杠杆率达 290%，但杠杆率高企并不意味着会发生危机，

¹ 引自中诚信国际研究院工作论文《关于政府拖欠款界定、估算及相关建议的材料》。

保持债务循环可持续是实现债务与经济增长良性循环的关键。目前来看，尽管当前宏观债务风险总体可控，但需关注经济增长放缓、宏观效率走弱下债务风险暴露的可能，特别是微观主体的付息压力。从当前情况来看，近年来政府、企业和居民三部门的付息压力都在进一步上行，工业企业资产回报率持续下行，意味着“债务-资产-利润”的转化链条不畅、债务效率不高，企业部门获利能力的下降也易加剧企业偿债压力；当前居民利息支出占其可支配收入比重也偏高，居民可支配收入对债务覆盖能力明显走弱。在此背景下，适度降低利率水平、降低宏观债务成本对当前促进债务可持续至关重要。此外，通过做大分母促进经济增长也是非常重要的，理想状态下债务扩张速度需要与经济增速相适应，最终实现经济增长能够覆盖新增债务本息。

对于政府债务而言，我国政府债务中地方占比较高，10 月份以来的“6+4+2”大规模的化债组合对于缓释地方流动性风险有明显改善，地方债务制约明显减轻。目前，6 万亿的第二个两万亿也已经开始启动，化债给地方腾挪出更多支持内需的空间，地方资金链条进一步畅通，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整，增强发展后劲。但在此过程中，还需要关注大量经营性债务的偿还以及“利息本金化”问题。由于地方政府仍存在大量经营性债务，并且存量债务规模比较大，地方债务付息压力依然较大。据中诚信国际研究院测算，2024 年包括地方债、城投有息债务等在内的地方债务付息规模或超 4 万亿，占地方广义财政收入的比重或超过 20%。从政府债务结构来看，当前地方债务在整个政府债务中占比过大，未来需进一步加大中央发力的力度，加大其加杠杆空间的同时，推动地方债务的可持续。本轮化债之后仍需关注三个深层次问题，包括央地关系，尤其央地事权关系需进一步理顺；双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约；“债务-资产”转化受限，重点关注效率问题，这些都是我们看待债务和经济可持续循环中的不能绕开的一个问题。

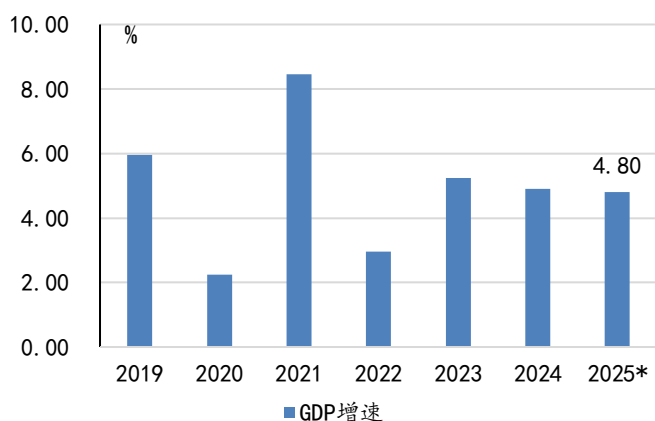
三、2025 年宏观经济与大类资产配置展望

尽管中国经济面临一些挑战，但四季度以来经济运行的积极因素在增多，支撑 2025 年中国经济延续修复。

（一）2025 年中国经济增速有望达到 4.8% 左右，全年经济走势或呈“N 型”

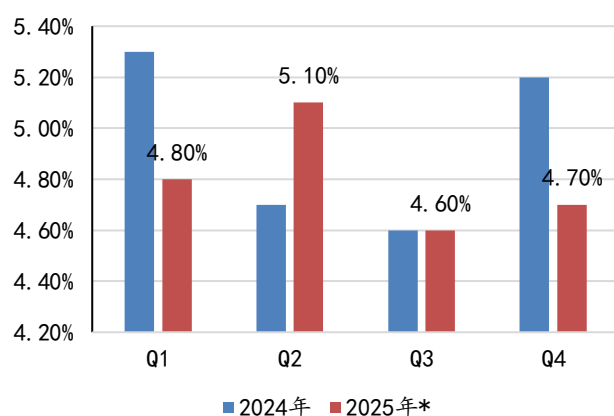
基准情形下，2025 年中国经济增速或在 4.8% 左右。基准情形下，若特朗普对华加征 10%-60% 的关税，但节奏偏慢、力度有限，中欧贸易关系得到一定改善；一揽子增量政策效果持续显现，2025 年两会有进一步增量政策出台；化债对于经济增长的约束改善，房地产销售保持回暖趋势，房价企稳带动投资降幅收窄；各部门资产负债表延续修复，则中国经济有望实现 4.8% 的增长。参考趋势分解法，全年经济走势或呈现先高后低再高的“N 型”走势，四个季度增速或分别为：4.8%、5.1%、4.6%、4.7%。从近期各地两会披露的 GDP 目标看，有 18 个省份已经披露了 2025 年经济增长目标，基本都在 5% 以上，也在一定程度上支撑了 2025 年经济增速能够实现 4.8% 左右的目标。

图 40：2025 年经济增速在 4.8% 左右



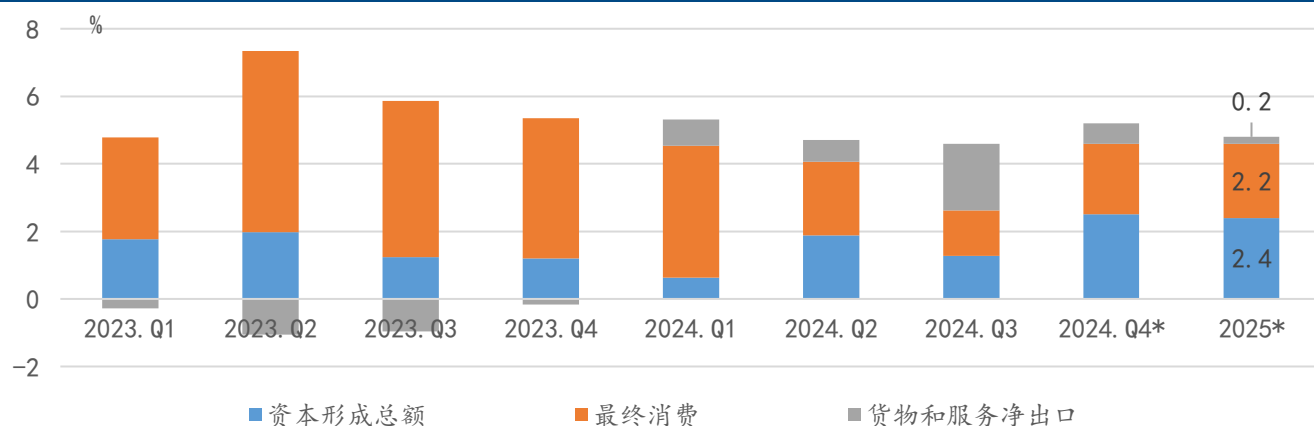
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 41：2025 年各季度 GDP 或呈“N 型”走势



数据来源：wind, 中诚信国际研究院

图 42：基准情形下的经济增长拉动率

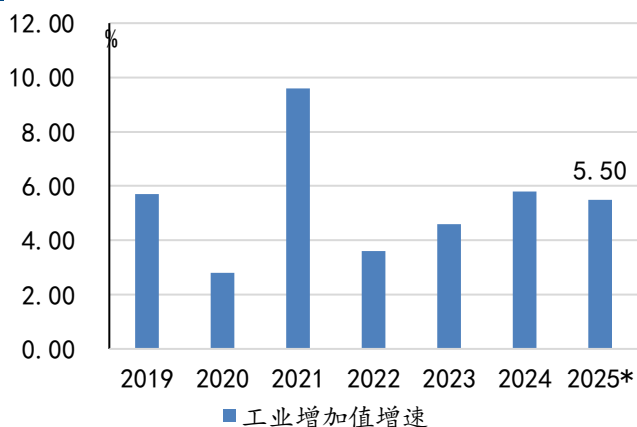


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

（二）主要经济指标支撑 4.8% 左右的经济增速实现

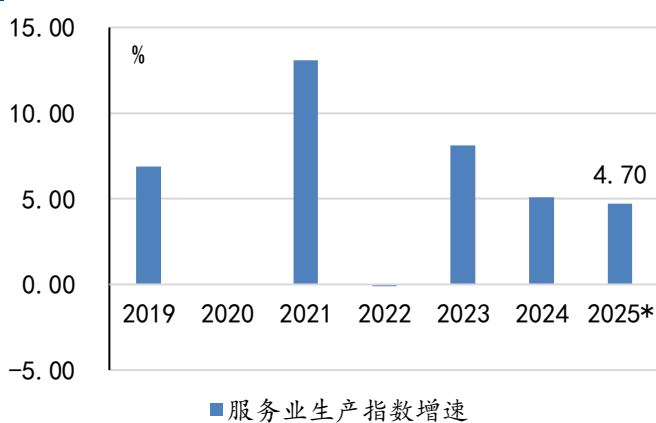
从供给端来看，工业和服务业生产仍将保持韧性。考虑到 2025 年稳增长政策力度将加大、“两新”“两重”政策效应持续释放、工业企业利润边际好转等因素，预计 2025 年工业增加值增长 5.5% 左右。同时，考虑到服务业业务活动预期指数持续抬升，服务消费或有所改善，预计 2025 年服务业生产指数同比增长 4.8%，第三产业增加值或在 4.7% 左右。

图 43：2025 年工业增加值增速或为 5.5%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 44：2025 年服务业生产指数增速或为 4.8%

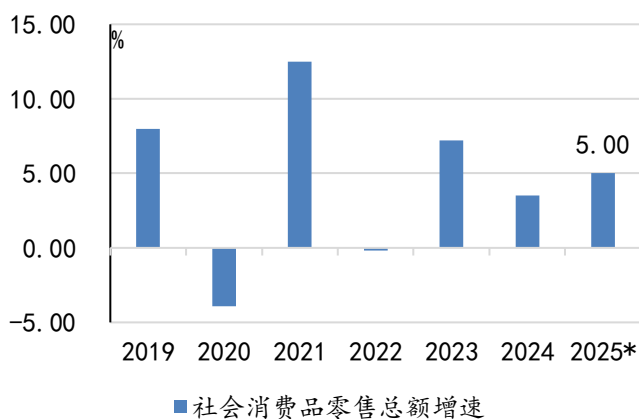


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

从需求端来看，消费和投资或有所好转，出口则面临较大压力。消费方面，2024 年 7 月政治局会议提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”以来，消费成为提振内需的重要抓手。目前来看政策效果已经显现，“以旧换新”相关的家电、汽车消费较快增长带动社零额边际回升。近期，第三轮消费品以旧换新支持行动已开启，积极政策推动下 2025 年消费或延续回暖趋势，预计全年社零额增速或在 5% 左右。投资方面，2025 年投资需求或好于 2024 年，增速有望回到 4% 以上。考虑到设备更新周期较短、外需不确定性上升，制造业投资增速或小幅下滑至 8%；房地产销售端的改善传导至投资端一般滞后半年左右，在“严控增量”要求下房地产投资低位运行或将持续一段时间，但对整体投资的拖累或有所下降，预计在 -8% 左右；基建投资方面，伴随“两新”“两重”推进、财政赤字率提升、增发特别国债与扩大专项债发行规模等积极政策落地，明年基建投资增速有望回升至 10% 以上，继续托底全年投资增长。出口方面，特朗普 2.0 开启，对华贸易政策或拖累中国出口增长，出口（以美元计）增速大概率回落，预计在 1.8% 左右。根据彼得森国际经济研究所研究，如果特朗普政府对中国进口商品加征 60% 的关税，将影响中国 2025 年 GDP 在基准水平上下降 0.85%；取消中国

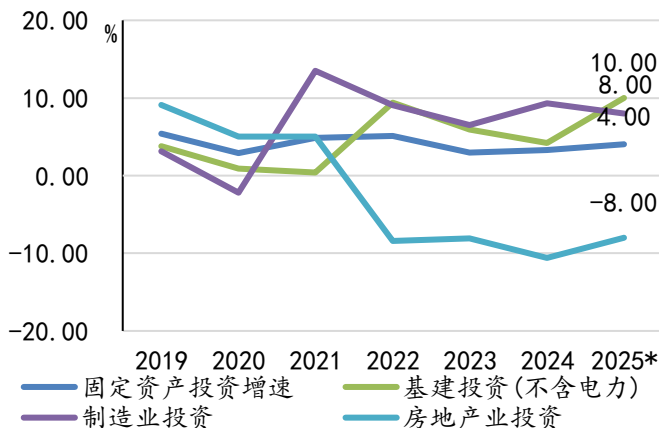
的最惠国待遇，将影响中国 2025 年 GDP 在基准水平上下降 0.5%，但也需要关注特朗普政府潜在对华贸易政策的实施力度和可行性。

图 45：2025 年社会零售额增速或为 5%



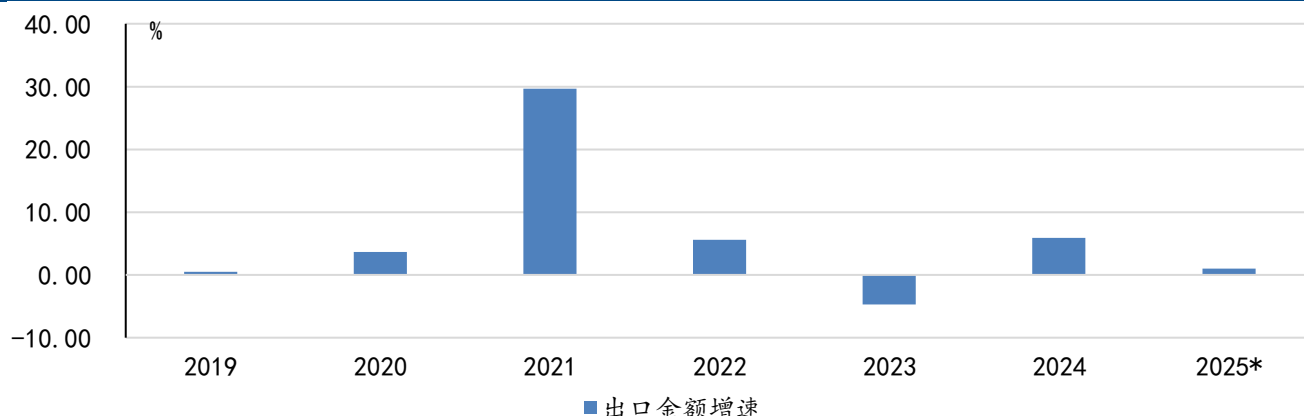
数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 46：2025 年固定资产投资增速或为 4%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 47：2025 年出口金额增速或为 1.8%



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

（三）2025 年大类资产配置展望：建议关注高股息板块，债市需注意波动操作、并适当拉长久期

债市收益率中枢下行趋势或难以扭转，股票市场建议关注高股息板块。从股票市场看，一季度宏观数据处于空窗期，市场或主要博弈于政策预期、海外环境等，叠加市场估值处于低位，预计一季度股票市场将呈现区间波动走势；在利率中枢下行、价格水平低位、经济修复依然承压等背景下，建议关注高股息板块，或可为投资者带来相对稳定的收益。从债券市场看，经济修复承压、货币政策适度宽松下，2025 年收益率中枢下行趋势或难以扭转。从机构行为看，收益率波动或有所加大：一方面在政府

债券供给压力、存款搬家等影响下，银行资金压力加大，流动性或边际收紧，可能对债市形成一定扰动；另一方面，高息资产置换或为部分城农商行带来增量资金，且非银存款机制优化下部分到期存款面临重定价压力，部分到期资金或流入债市；因此债市面临一定博弈，需注意波段操作，可考虑回调后择机买入，并适时拉长久期，增厚收益。从大宗商品看，OPEC 发布的 11 月月报下调对 2024 年和 2025 年全球石油需求的预期，这是 OPEC 连续第四个月下调石油需求增长预期，需求端对原油价格的支撑或有所减弱；从供给端看，OPEC+ 一季度将维持减产政策，但特朗普上台后可能会利多美国原油产量，预计原油或呈现供大于求的局面，原油价格或偏弱运行。黄金方面，美联储等海外主要经济体仍处于降息周期中，叠加地缘政治冲突持续、全球央行仍有增加黄金储备的需求，对黄金价格仍有一定支撑，但需警惕黄金价格冲高回落风险。整体而言，股票市场将呈现区间波动走势，建议关注高股息板块；同时在经济修复承压、货币政策适度宽松下，债市收益率中枢下行趋势或难以扭转，但波动或有所加大，需注意波段操作，可考虑回调后择机买入，并适时拉长久期，增厚收益；从大宗商品看，原油在供大于求格局下或偏弱运行，黄金或高位波动，但需警惕黄金价格冲高回落风险。

四、实现 2025 年经济增长目标的政策建议

为实现 2025 年经济增长目标，宏观政策仍需发力，保持经济政策与非经济政策的一致性，加大逆周期调节力度，筑牢经济回升的基础。

1. 建议将 2025 年经济增长目标设置在 5% 左右，并将名义增速纳入目标考量

2025 年是“十四五”规划收官之年，经济实现平稳增长既是高质量完成“十四五”规划的要求，也能为“十五五”规划打好基础。一揽子增量政策出台以来，经济运行积极因素持续积累，有效提振了市场信心，同时，为了实现 2035 年经济总量或人均 GDP “翻一番”的目标，需要 2024 年至 2035 年间的年均实际 GDP 增速达到 4.7% 左右，因此建议 2025 年的经济增长目标也保持在 5% 左右，有利于夯实当前经济边际改善的一些成果，进一步提振市场信心。此外，考虑经济活动和政策落地都需要传导至微观主体才能生效，微观主体信心不振会弱化宏观政策的实际效果，因此建议后续将名义增长率纳入目标考核或者增加名义增长率的考量因素。

2. 把握宏观政策“时、度、效”，强化系统思维、放大政策效应

无论是过去经验还是当下形势都表明，把握宏观调控的时机、力度与效率对政策效果的发挥起到关键作用。在当前 2025 年开局之时，如何在往年的政策空窗期加快布局，打好全年经济修复的基础，夯实 9 月底以来的政策成果，进一步提振市场信心和预期，对于在当前形势下切实推动中国经济稳中求进是非常关键的问题。面对 2024 年经济稳中趋缓、下行压力加大的局面，9 月底以来，中央果断部署一揽子增量政策，财政、货币、就业、产业等政策形成合力，使得社会信心有效提振，部分宏观数据边际回暖，经济明显回升。要想维持政策效果、延续经济回温，需要加强经济政策与非经济政策的一致性，通过超常规、更积极的宏观政策加强逆周期调节，同时加强预期管理，稳定社会预期，提升政策效能。

3. 适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策形成合力，加大超常规逆周期调节

12 月的政治局会议、中央经济工作会议定调明年货币政策“适度宽松”，预计明年货币政策力度将加大，或有 2 次降息、1-2 次降准。从降息看，当前 PPI 当月同比已连续 28 个月为负，接近 1997 年至 1999 年的通缩压力，当时除出台了扩大内需的财政政策外，货币政策大幅度降息也对经济走出价格低迷状态发挥了重要作用。1997 年 10 月至 1999 年 6 月中国贷款基准利率累计下调幅度为 432BP，考虑到当前受价格水平偏低影响实际利率仍较高，但 2020 年以来 5 年及 1 年期贷款报价利率 LPR 累计下调幅度不超过 150BP，降息存在较大空间且具有一定必要性，建议 2025 年安排至少 2 次降息，单次降息幅度或不低于 20BP。但需注意，降息后存款利率调整通常较为滞后，会加大银行净息差压力，需进一步优化存款利率定价机制，疏通利率传导机制。从降准看，目前我国存准率为 6.6%、降准空间逐步收窄，央行表示“不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构”，5%或是当前降准下限；同时，考虑到存款利率下调可能会使“存款搬家”、政府债券大规模发行、稳增长下信贷仍需加大投放等情况下，流动性需求或边际上升，预计明年买断式逆回购、国债买卖的使用力度将有所加大。此外货币政策还应加大在需求侧的调节力度，特别是在扩消费、稳购房及促投资等方面进一步发力。

当下财政政策对经济增长更为有效，所以财政政策要“更加积极”。一方面，财政发力的“量”很重要，对于当前稳增长、扩内需、提振信心、扭转信用收缩趋势来说非常关键。从国新办“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上的表述看，2025 年两会之后预算赤字率突破 3%是大概率事件，我们建议明年预算赤字率提高至 3.8%-4%，按照 4%的预算赤字率估算，预算赤字规模将上升至约 5.6 万亿，广义赤字

规模或超过 14 万亿，有助于弥补土地财政弱化带来的财政缺口，保障合理必要支出，为扩内需、稳增长等提供财政支持。从广义赤字来看，促内需将是明年经济工作的重中之重，可继续安排超长期特别国债支持“两新”“两重”，额度可安排 1 万亿以上，或能拉动 GDP 增长约 0.5-1 个百分点，同时用于补充国有大行核心一级资本的特别国债建议尽快推出；此外，新增专项债额度仍需保持较高水平，建议 2025 年安排 4.5 万亿左右，考虑 2 万亿用于置换隐性债务后，新增专项债额度或为 6.5 万亿左右。总量发力的同时尤其需要中央政府进一步加大发力空间，有助于降低宏观债务成本，推动外部性较强的重点领域建设。

另一方面，财政支出结构应与经济发展阶段相匹配，从“以投资为主”转向“投资与消费并重”，从建设型财政向民生型财政转变。其一，进一步向民生领域倾斜，着重解决民生领域的医疗、教育、养老、托幼等短板问题，并重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶、财政补贴力度，解决居民后顾之忧，提高消费意愿。其二，房地产仍是当前内需不足的最大掣肘，是现阶段微观主体行为变异的核心或者交叉点，后续应进一步加强财政稳地产的力度。其三，尽管当前我国宏观效率逐步走低，传统基建项目趋于饱和，但广义基建仍有较大空间，经济转型发展中的重点领域仍需加大支持，可围绕“两新”“两重”等继续推进，为推动经济增长、实现中国式现代化提供重要保障。其四，政府债券投向需要更加结合经济实际需求，“226 号文”提出政府债券投向要实施动态调整，后续建议结合负面清单制度，该放开的交给地方自主选择，进一步开放资本金领域。此外，财政发力的节奏不容忽视。今年以来，财政支出节奏及地方债发行使用节奏相对偏慢，市场对积极财政政策的感受相对有限，明年财政发力宜早不宜迟，推动稳增长政策效应及时显现。

4. 多措并举提振消费，发挥内需对经济增长的带动作用

除了目前提出的“进一步扩大消费品以旧换新力度和范围”政策，如何提升居民实际收入、尤其是通过做大分母提振收入更为关键。短期来看，相较以旧换新，直接给居民发放现金补贴或发行数字货币更有利于居民资产负债表修复。建议直接向居民发放现金补贴，特别是针对边际消费倾向比较高的中低收入人群。从不同收入人群看，现金补贴对低收入消费拉动作用较高。经我们估算，若针对 4000 万低保人群发放 1000 亿现金类或数字货币补贴，限定时效使用，可以直接撬动 1500 亿新增消费，间接撬动约 5400 亿新增 GDP，拉动经济增长 0.45 个百分点。同时考虑到过往经济发展中农业反哺工业的事实，需要我们进一步考虑对农业和农民的反哺，可以考虑向 1.2

亿乡村家庭发放 3000 亿现金补贴，约可拉动经济增长 1.35 个百分点。中期来看，可以通过调整完善个税体系，包括下调中低档个税税率、延续并加大个税优惠政策力度、研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制等，提升居民消费能力与意愿；长期来看，要促进居民收入增长和经济增长同步，尤其是要提升居民可支配收入，提高初次分配占比。这其中还涉及需要权衡鼓励发展实体经济和提振收入之间关系的问题。例如若要直接提高最低工资标准，这势必会增加企业的经营成本，进一步加剧其盈利压力，因此对于增加居民收入需要权衡这两者之间的关系。

同时，要进一步推动社会保障体系完善，消除居民后顾之忧。近年来，我国社会保障覆盖面不断扩大，但相较美日等发达国家，我国社会保障体系还有很大提升空间。以医疗为例，农民个人缴纳的新农合医疗保险从每人每年 10 元提升到 400 元，涨幅较大，但直观上报销比例却未提升，农村和低收入群体医疗负担较重。因此，建议重点加强对就业困难群体及低收入人口救助帮扶，发行超长期国债加大惠民生财政补贴力度；同时推动中期社会保障体系改革，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。此外，通过供给侧的创新进一步发挥“供给创造需求”的作用。中国在疫后消费复苏的过程中主要以服务消费的恢复性增长为主，且消费市场低端产品过剩，尚未充分发挥出创新型供给对于新增消费需求的辐射与带动作用。当前随着我国人口老龄化问题不断加剧以及人口结构的变化，我们在商品和服务消费等方面仍有较大的挖掘和探索空间。应通过加强供给侧改革对于消费的引导力度，不断提升国内供给质量水平，推动供需在更高水平上实现良性循环。

5. 推进房地产、地方政府债务等重点领域风险化解

其一，房地产长期稳健回升仍需供需两端发力推动止跌回稳。需求端的疲弱主要与人口结构变化和城镇化速度放缓、购房信心不足、购房观念转变以及居民收入增速下滑有关，解决这些问题最首要的是放松需求端限制性政策。建议全面取消限购限贷，特别是北京上海核心一线城市，降低首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、降低交易税费，加大对改善型住房需求的信贷支持、政策支持等。长期购房需求的萎缩则需通过户籍制度改革、医疗教育改革等来改善。当前以人为本的新型城镇化还有很大发展空间，建议进一步深化户籍制度改革，加强教育、医疗、养老、住房等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务，进而持续释放内需潜力。供给端，建议通过加大收储力度以及货币化安置等方式加快去库存。目前收储还面临结构性供需失衡、成本收益不匹配、双向激励机制不健全等难点，建议由中

央主导商品房收储，地方用好用足保障性住房再贷款和专项债等支持政策，满足广大中低收入人群的住房需求，同时支持地方政府回收符合条件的闲置存量土地，完善“人房地钱”挂钩政策，发挥土地储备“蓄水池”功能。

其二，继续推进地方债务化解，短期内用好用足各类资源，调整优化现有政策，有序推进一揽子化债。一是财政化债（地方政府债置换）仍是首选方式。未来每年可按实际需求动态调整置换规模，优先短期内多安排置换额度，2024 年 2 万亿置换已全部落地，2025 年可考虑安排 3 万亿进行置换，2026 年安排剩余 1 万亿，有助于提振信心、避免预期低迷长期化，将在较大程度上缓释地方流动性压力，减轻化债对于发展的制约。二是在保障稳增长任务的前提下稳妥推进金融化债，包括贷款置换、央行 SPV 以及 AMC 化债，如近期四大 AMC 拟提供超 400 亿元支持山东青岛债务风险防范化解、不良资产收购处置等。三是因地制宜探索其他化债方式，发挥地方国资作用。提高国企资产收益率与利润上缴比例、发挥股权财政作用，并加大 REITs 盘活存量资产力度，我国基础设施领域存量资产中适合作为 REITs 投资标的的规模超 30 万亿，盘活空间大；继续探索应急周转金机制，提高资金支持灵活性、适当加大社会资本参与力度；重点地区继续探索“统借统还”。中长期看，化债不仅需要“及时雨”，还应有“长效药”。尤其是从 2014 年以来四轮化债的经验教训来看，很多方面的理顺和解决，都需坚定不移地推进结构性改革。目前改革的核心在于激励体系重构，在有纪律约束的底线下激发地方活力，带动行为模式改变，应进一步理顺央地关系，适当加强中央事权，有层次地上移教育、社保、医疗等具有全局性、外溢性领域的事权，既减轻地方支出压力，又能以更低成本补足短板领域的公共服务供给，减少微观主体的后顾之忧；同时，加强地方税建设，增厚地方自主财力，充分调动地方积极性，为经济增长和高质量发展提供必要支撑。此外，应当进一步处理好政府与市场的关系，合理放权市场，让市场机制在经济建设、风险定价、资源配置中发挥应有作用，做好有为政府和有效市场的平衡，推动地方政府职能重构，由生产型政府逐步向服务型政府转变。

其三，加快清理政府拖欠款，积极运用财政金融资源，健全清欠长效机制。首先，进一步加快政府拖欠账款摸排，在此基础上确权和确定顺序，对于具有全局性、外溢性的领域，确需建设的项目和采购的服务与货物而形成的拖欠账款，应由中央承担，区域性事务形成的拖欠款则由地方承担，并遵循“重要性、紧迫性”原则，区分轻重缓急、分类处理。在清欠过程中，用好用足财政和金融资源，例如财政资源中积极争

取特殊再融资债、特殊新增债、超长期国债等政策性资金的支持，缓解项目资金压力及欠款压力；金融支持中可研究设立央行 SPV、创新清欠行动专项再贷款等，在风险可控的前提下还可适当推动政策行、商业银行投放专项贷款，但需考虑对银行的负面影响和坏账风险。同时，可盘活政府资产增强地方流动性，通过基建 REITs、股权基金、产业整合等方式寻求突破口，并鼓励企业探索推进应收账款 ABS、应收账款质押融资等增强自身流动性，减轻政府拖欠款对企业运营及经济效率的负面影响。此外，建立健全清欠长效机制，比如优化激励约束机制、提高财政透明度、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，进一步加强政府拖欠账款的“社会约束”，并持续深化财税体制改革，加速落实已基本明确的改革措施，提高地方自主财力及财政可持续性。

6. 积极应对外部环境变化，稳外需与鼓励企业出海并重

当前外部环境带来的不确定上升，为降低外部冲击的不利影响，一方面需要通过“扩大高水平对外开放”来“稳外贸、稳外资”，推进制度型对外开放，探索与一般性国际规则接轨，进而引导国际规则的转变；另一方面以科技创新引领新质生产力发展，打造自主可控的产业链供应链，推进重点领域强链补链。同时，伴随全球产业链重构与国际化布局需求提升，积极推动企业出海可以有效规避贸易壁垒，有利于巩固中国的供应链优势，提升在全球产业链中的话语权，进而参与全球资源配置，但在此过程中也需关注出海的潜在风险，警惕制造业空心化风险。应做好企业出海的顶层设计，既要鼓励企业出海，充分利用国际市场资源，又要降低企业出海对国内宏观经济的负面影响，切忌一哄而上、盲目出海。

7. 持续推进结构性改革，进一步释放发展潜力

除短期问题外，中国经济面临的中长期结构性、周期性问题也亟需解决。这些问题的解决需要加大推进结构性改革的力度，通过改革促进发展。二十届三中全会通过的 300 多项重要改革举措要在 2029 年完成，2025 年或率先推动标志性改革措施落地，有助于支撑中长期经济增长。中央经济工作会议也提出，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”，2025 年或在经济体制改革、产业升级转型、财税体制改革、资本市场投融资综合改革等方面有新的改革举措落地。

总体来讲，信心修复是经济开启供需良性循环的关键。做好 2025 年经济工作，实现一季度“开门红”为全年经济增长打牢基础，需要延续当前政策调整逻辑，保持增

量政策节奏与力度，只有出台“真金白银”的政策，才能根本性扭转微观主体信心偏弱的局面，推动经济稳中有进、回升向好。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO 5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT
RATING CO., LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhuganhutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>