

CF40研究 · 简报

中国经济轨迹： 解读宏观经济趋势与结构性改革

席睿德 (Alfred Schipke) 新加坡国立大学东亚研究所所长、李光耀公共政策学院教授
黄益平 现任北京大学国家发展研究院院长、教授
郭 凯 中国金融四十人研究院执行院长

摘要： 本文是新加坡国立大学东亚研究所、北京大学国家发展研究院和中国金融四十人研究院联合发布的2025年中国经济报告，于2025年7月11日发表于《东亚研究所时事评论》第93期。报告对2025年中国宏观经济的基本表现及面临的中长期挑战展开分析，并提出了应对中长期挑战的宏观政策组合和结构性改革措施。





东亚研究所《时事评论》 | 第93期 | 2025年7月11日

中国经济轨迹：解读宏观经济趋势与结构性改革

作者：席睿德、黄益平、郭凯

中国经济在2024年因财政支出减少和房地产市场深度调整而导致总需求显著减弱，但随着包括化解地方政府隐性债务的财政计划及适度宽松货币政策在内的政策组合拳的深入实施，中国经济从2024年四季度起恢复了一些增长势头，且这一势头延续到了2025年。短期看，这些措施支撑了2025年前几个月稳健的国内生产总值（GDP）和工业产出，这得益于房地产市场初现企稳迹象和居民消费的韧性。然而，持续的低通胀、谨慎的民间投资以及美国关税带来的外部风险加剧，凸显出宏观经济复苏根基尚不牢固，容易受到新的不确定因素的冲击。

展望未来，中国的中长期发展轨迹将取决于其能否超短期稳定并进行更深层次的结构性改革。要实现向消费驱动、创新引领的增长模式的转型，需要重新平衡中央和地方政府的财政责任，健全社会保障体系以降低家庭预防性储蓄，并维护金融体系健康发展，特别要关注不断上升的小微企业风险敞口。唯有妥善应对关键宏观趋势、持续存在的挑战以及短中期政策重点，方可确保实现更均衡、更具韧性的经济增长。

宏观经济发展与政策

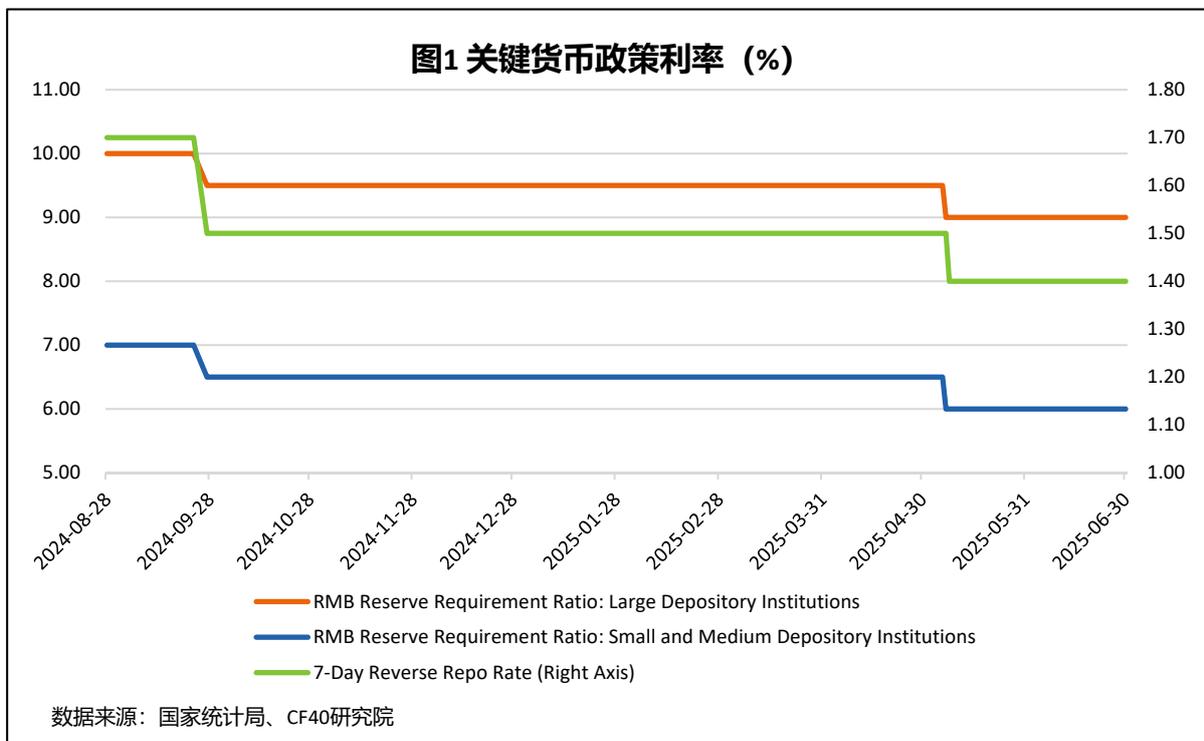
2024年以来的中国宏观经济表现

2024年，财政支出放缓，加之房地产市场深度萎缩，导致总需求减弱，中国经济面临显著的下行压力。到9月底，这些不利因素促使政策制定者调整政策方向。2024年10月，政府出台了一项规模达12万亿元人民币的财政政策，旨在化解地方政府隐性债务，此举稳定了多个省份的财政前景，并提振了整体信心。

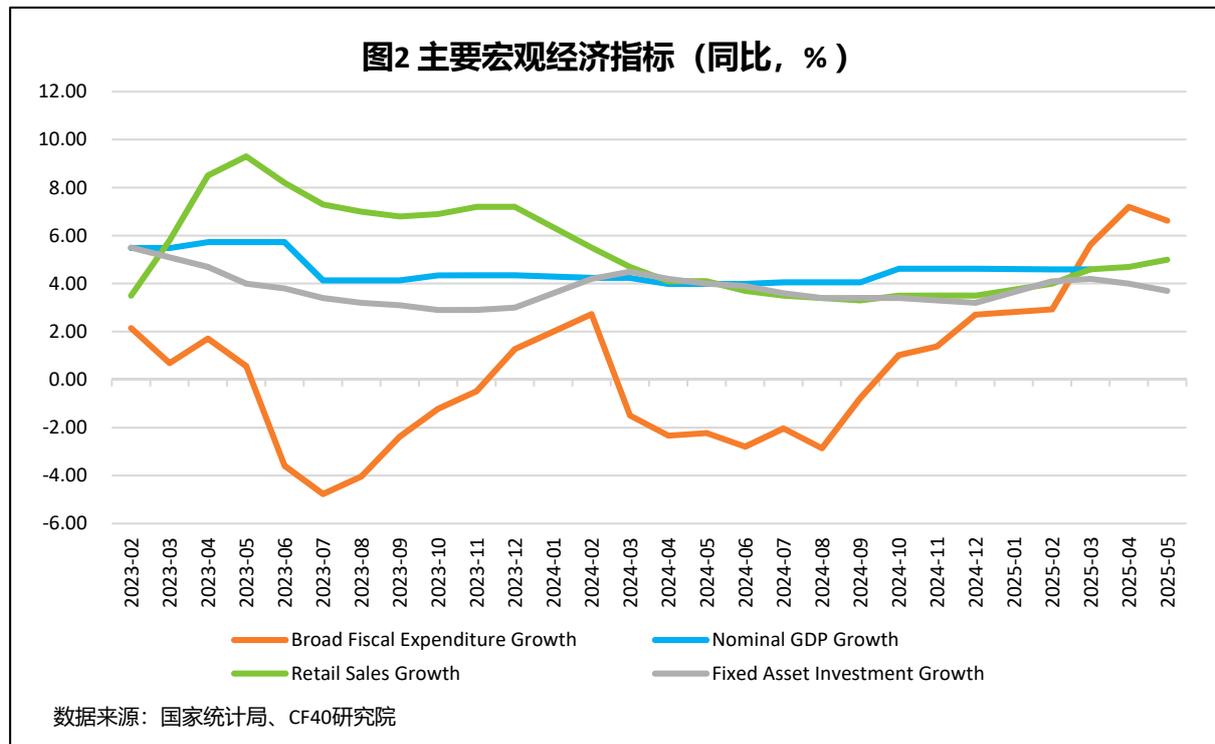
与此同时，2025年财政赤字率提高到GDP的4.0%，地方政府专项债券和超长期政府债券发行额度分别比2024年增加5000亿元和3000亿元，广义财政支出大幅增长，成为拉动总需求的重要力量。

货币政策发挥了关键的补充作用。中国人民银行在2024年9月和2025年5月的调整中，将7天期逆回购利率共计下调30个基点，从1.7%降至1.4%。此外，央行还将法定存款准备金率下调1个百分点，以增加流动性和信贷流动（见图1：关键货币政策利率）。

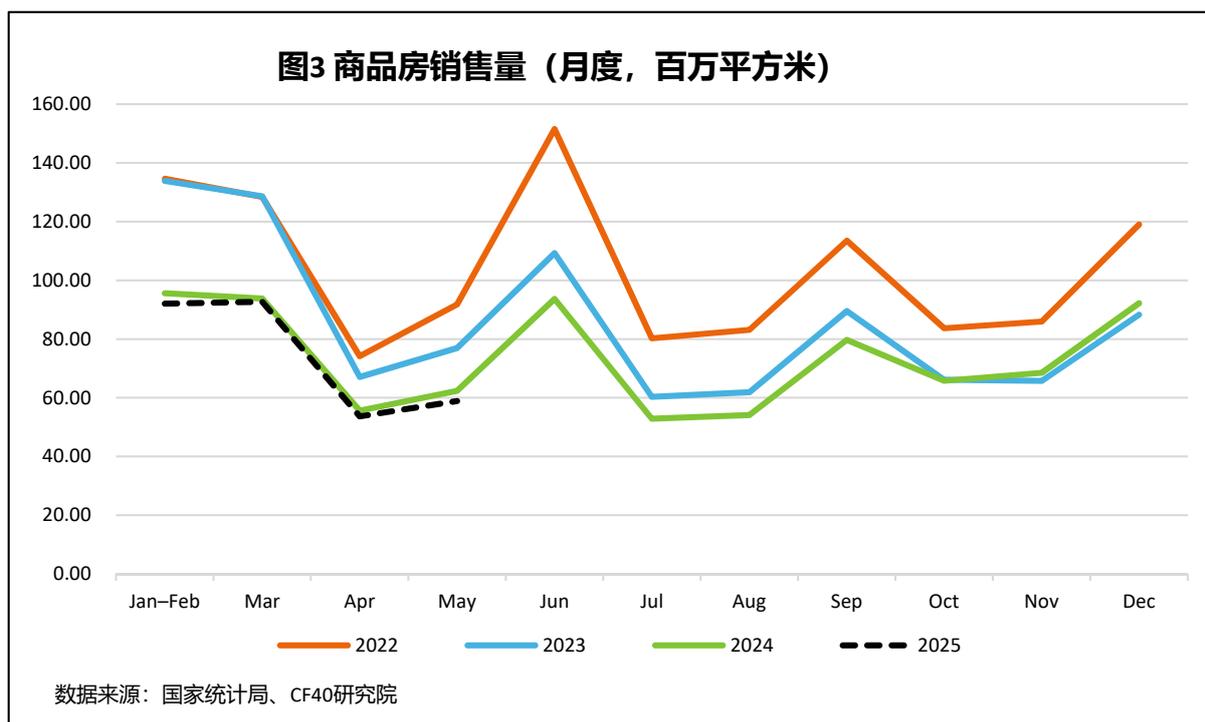
这些举措共同帮助中国经济在2024年末实现了稳定增长。四季度实际GDP同比增长5.4%，与前几个季度相比出现了明显的反弹，虽然因价格持续疲软，名义GDP增速仍保持在4.6%的低位。



上述经济增长势头在 2025年初得到了延续。一季度实际GDP增速依然强劲，保持在5.4%，名义增速同样维持在4.6%。1-5月数据显示，工业增加值同比增长6.3%，社会消费品零售总额增长6.4%，固定资产投资增长3.7%（见图2：主要宏观经济指标）。这些数据凸显了工业生产和居民消费在支撑经济增长方面的关键作用。



除了政策刺激措施外，房地产市场初步企稳（见图3：房屋销售）以及因预期关税可能上调而“提前”的出口也推动了宏观经济复苏。自2024年10月以来，商品房销售面积降幅大幅收窄，绝对销售量与上年基本持平，一线城市和主要二线城市房价跌幅有所减缓。与此同时，2025年1月至5月，中国出口（以美元计算）增长了6%，超过2023年和2024年的同期水平。随着深度求索（DeepSeek）的出现和民营企业座谈会的召开，市场信心也得以重振，不仅民营企业的积极性有所回升，外国投资者也开始谨慎地重新参与中国市场。



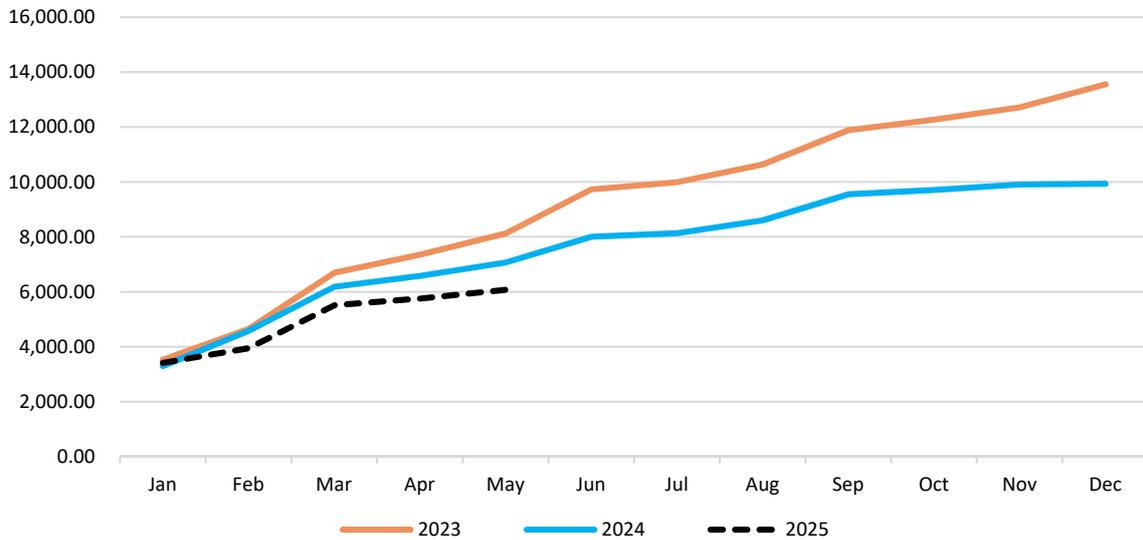
当前的宏观经济挑战

从2025年4月开始，中国的宏观环境再次遭遇新的冲击。美国于4月2日宣布的“对等关税”措施加剧了外部不确定性。尽管中国出口商通过市场多元化展现了韧性——4月至5月期间对美国的出口下降了27.9%，但对其他国家的出口增长了12.2%，其中对东南亚的出口增长了18%——然而，这只是部分甚至暂时的缓冲。

更令人担忧的是这一不确定性对私营部门预期的伤害。未来关税的不确定性抑制了私人支出和借贷。2025年1月至5月，¹不包括政府债券在内的新增社会融资规模与2024年同期基本持平。企业中长期贷款持续低于上年水平，反映出尽管总体GDP强劲，但企业投资却犹豫不决（见图4：企业和机构中长期贷款）。

¹ 中国衡量金融体系向经济提供的资金总额的一项广泛指标。

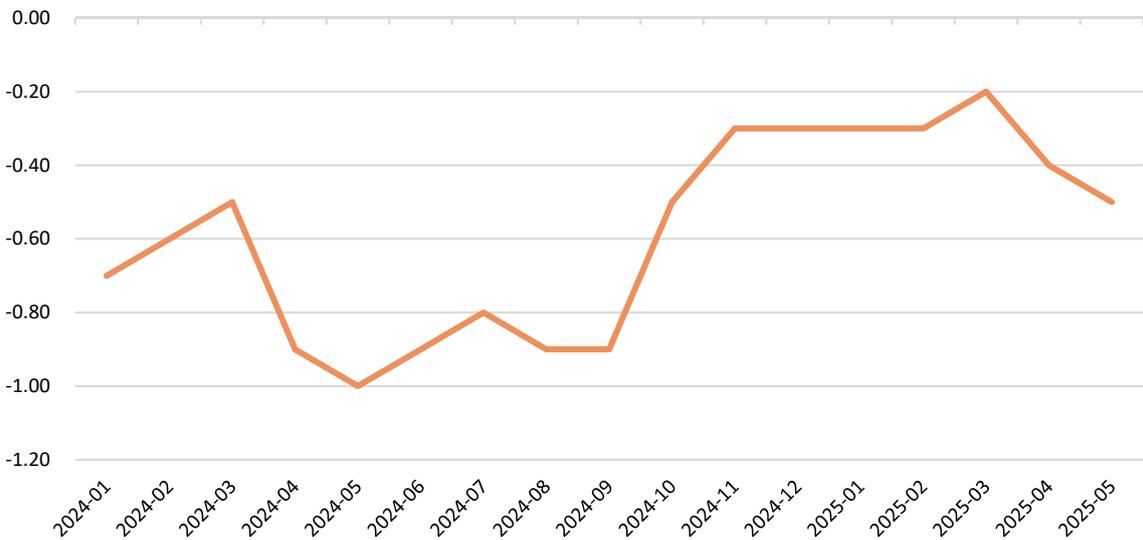
图4 企业和机构中长期贷款余额（累计，人民币十亿元）



数据来源：国家统计局、CF40研究院

与此同时，更深层次挑战依然存在。GDP平减指数已连续八个季度为负，凸显了持续的低通胀环境。这给企业盈利能力带来压力，并被动推高了实际利率。尽管房地产市场需求已开始企稳，但供给侧压力依然存在（见图5：二手房价格指数）：背负沉重债务的开发商缩减了新项目 and 土地购置规模，而依赖土地出让收入的地方政府仍然面临预算紧张的局面，在某些情况下甚至导致房款拖欠。

图5 70个大中城市二手住宅价格指数（同比，%）



数据来源：国家统计局、CF40研究院

从外部来看，中国巨大的贸易顺差已成为一把双刃剑。强劲的出口虽然有助于抵消疲软的国内需求，但也引发了越来越多的国际关注。在美国可能限制中国出口的情况下，欧盟和东南亚已发出信号，对中国产品可能转口欧亚的潜在影响表达了担忧，这将会提升新的贸易摩擦风险。随着主要发达经济体经济放缓，外部需求带来的提振作用可能会随着保护主义情绪的抬头而减弱。这也表明了中国尽快提振国内消费需求的必要性，否则，如何消化国内庞大的产能将成为一个持续性的挑战。

政策建议

为了应对这些不断演变的挑战，中国必须采取更有力的逆周期政策来保持稳定增长，同时大力推进结构性改革（见下文）。

在财政方面，政府应考虑额外推出1-1.5万亿元人民币的增量一揽子计划，明确针对居民消费，以抵消美国20%-30%关税对经济增长的影响。这可能包括扩大对中低收入群体的转移支付，并扩大消费补贴以涵盖更多服务，从而减少预防性储蓄并提振内需。

货币政策方面，迄今为止，相对于通胀下降压力，政策宽松力度较为温和。名义利率下调并未完全抵消通胀下降的影响，导致实际利率上升，继续抑制私人信贷需求。中国人民银行应考虑进一步降低政策利率。同时下调贷款市场报价利率将有助于强化名义经济增长强劲的预期。²保持人民币汇率的足够灵活性，对于吸收未来的外部冲击也至关重要。

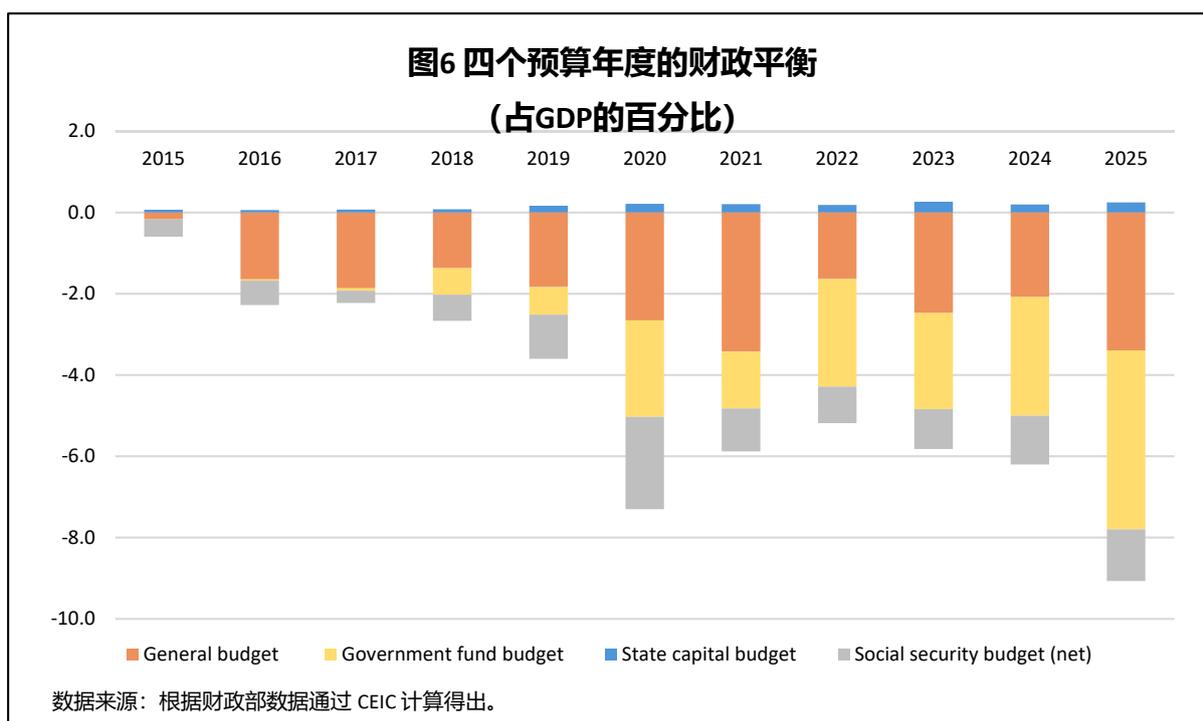
最终，中国近期的经济前景取决于两个变量。一是与美国正在进行的谈判能否带来部分关税减免。2025年5月至6月达成的初步协议表明，选择性减免是可能的，尤其是在双方都面临经济压力的情况下，尽管美国不太可能从根本上改变高关税的策略，但如果中美贸易谈判能够就关税问题达成协议，将会有助于减少不确定性。

二是当局能否迅速果断地实施进一步的宏观经济措施，稳定市场预期、提振总需求。虽然近期出口、零售额和工业产出数据表明，二季度GDP增速可能再次超过5%，但消费者物价指数（CPI）疲软、采购经理人指数（PMI）疲软、信贷动态谨慎以及农民工失业率上升等更深层次的指标，都表明市场信心出现了一定程度的动摇，也再次印证了经济复苏的脆弱性。因此，及时采取刺激措施与结构性改革（尤其是在财政联邦安排、养老金体系和金融领域），对于确保更均衡、更可持续的增长，十分重要。

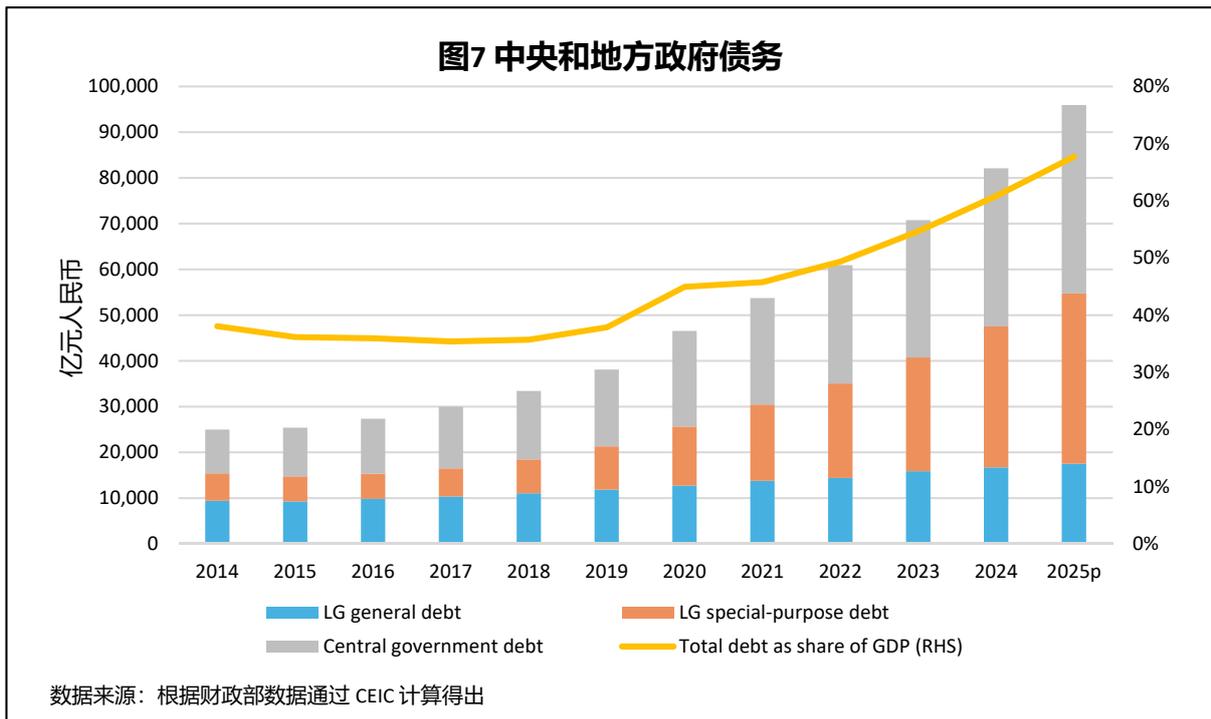
² 然而，进一步降息可能会对银行的净息差（NIM）施加额外压力，目前该水平已处于历史低位。

促进国内消费驱动型增长，增强银行业韧性

中国经济正在经历深刻的结构性转型，外部冲击对宏观经济稳定和政策制定具有深远的影响。如前所述，政策制定者已采取货币和财政措施以稳定经济。2025年，中央政府将官方财政赤字目标从GDP的3%提高到4%，是十年来首次上调。计入所有财政举措，预计2025年的综合赤字将达到GDP的约9%（见图6：四个预算年度的财政平衡）（参阅Wong，2024，2025）。



尽管中央政府债务占GDP的比重保持在29%左右的温和水平，公共部门总负债却已攀升至约70%，且呈上升趋势（见图7：中央和地方政府债务）。若计入地方政府融资平台（LGFV），公共债务占GDP的比率则约为124%（见IMF发布的中国2024年第四条款磋商报告）。尽管如此，中国的高储蓄率、相对封闭的资本账户以及依然稳健的公共部门资产负债表，使政府在短期内仍然拥有缓冲外部冲击（例如贸易紧张局势带来的冲击）或降低新增长模式转型成本的能力。



然而，要确保中期财政可持续性，并促进经济增长模式从投资和房地产驱动转向消费驱动，需要一揽子的结构性改革。这些优先事项可能会在中国即将出台的“十五五”规划（2026-2030）中得到体现。

与此同时，随着中国大力推动创新和“新质生产力”作为增长动力，确保信贷流向经济最具活力的领域并控制金融脆弱性变得愈发重要。虽然大型银行的经营状况被认为较为稳健，但中小企业贷款大幅增长，加上新冠疫情期间持续的贷款评级下调，加剧了资产质量风险，中小银行的健康状况需要密切监测。

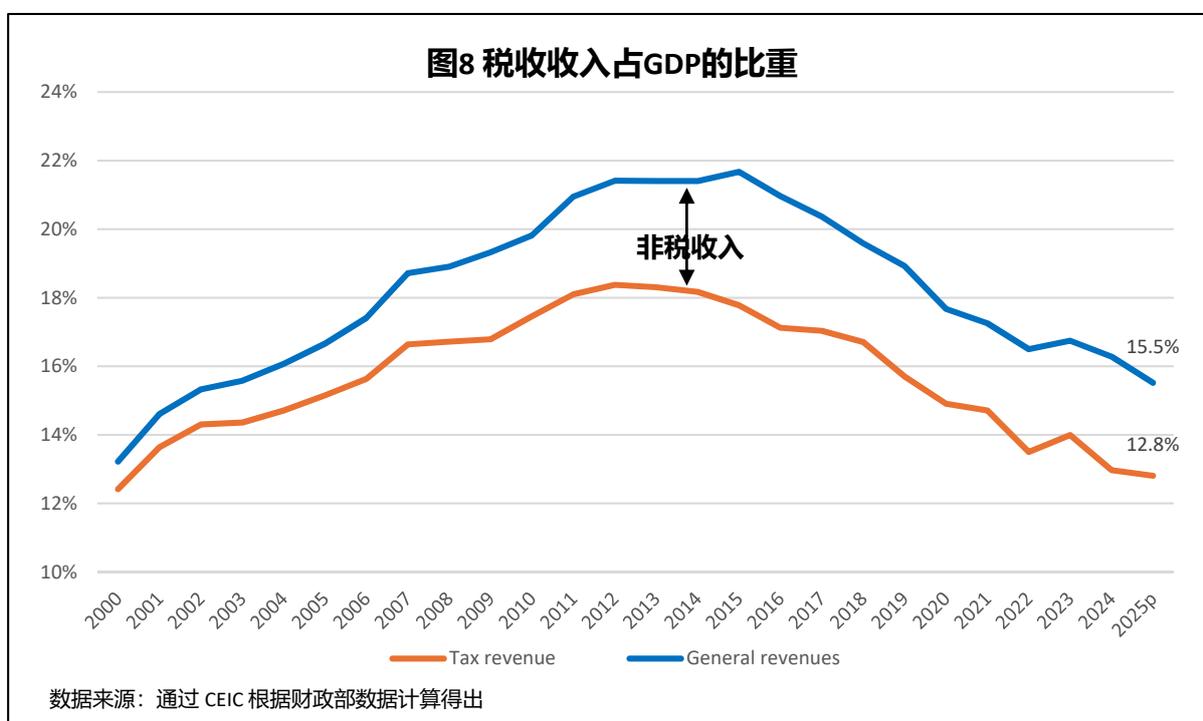
加强收入并重新定义地方政府的角色

2024年召开的党的二十届三中全会强调了从债务驱动型投资转向消费驱动型投资模式的紧迫性，从而减少对出口的依赖。2025年6月，李强总理在天津举行的夏季达沃斯论坛上重申了这一议程。普遍的共识是，降低预防性家庭储蓄和刺激内需需要加强教育、医疗和养老金体系。然而，要实现这一目标，需要投入更多的财政资源，重新定义地方政府的角色，并重新思考中央与地方的财政关系，这在西方政策讨论中通常被称为“财政联邦主义改革”。

财政改革的必要性

加强社会保障体系以提振信心和消费，需要强劲且可持续的公共融资。这不仅对于填补现有缺口至关重要，对于应对未来的人口挑战也至关重要。在经济合作与发展组织（OECD）国家，医疗和养老金支出通常占社会总支出的近三分之二。即使在东亚地区，尽管家庭所提供的支持依然强劲（例如日本和韩国），公共支出也同样发挥着至关重要的作用。

中国上一次大规模的财政改革发生在1994年。虽然2015年预算法修正案改善了公共财务管理，但更广泛的税收和政府间财政改革仍未得到充分实施。因此，税收收入大幅下降，从2012年占GDP的18.3%预计降至2025年的12.8%（见图8：税收收入占GDP的比重）。这一下降反映了多种因素，包括连续减税、疫情期间的纾困措施以及税收对经济增长的响应能力较弱。

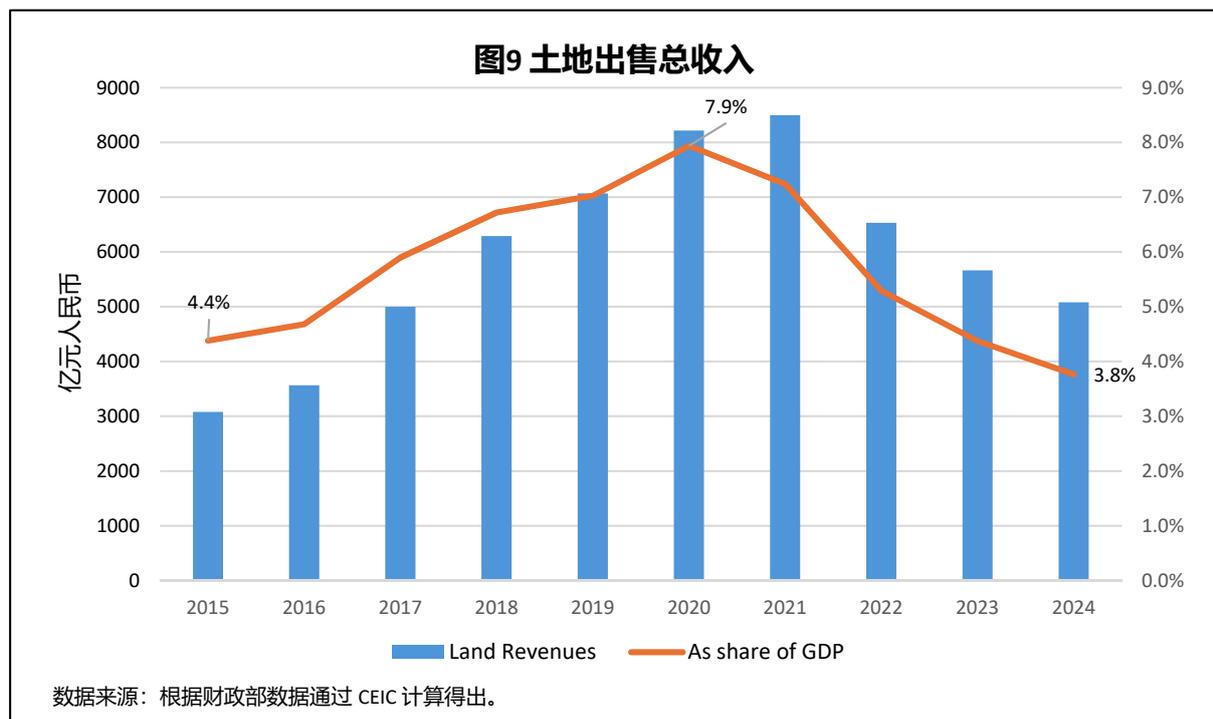


虽然总税收的80%仅靠四种税种，但它们合计占GDP的比重已从8%降至5%左右。此外，中国个人所得税仅占GDP的1%左右，远低于经合组织国家的约8%以及日本和韩国的6.5%至7%。因此，迫切需要进行财政改革，逐步扩大个人所得税税基，简化增值税结构并取消临时免税，合理化税收优惠和部门抵扣，并利用数字平台和实时数据提高纳税合规性。这些改革加上提高公共支出效率和强化问责制，对于创造必要的财政空间进而支撑消费驱动型经济至关重要。

地方政府角色的转变

然而，仅靠中央层面的收入改革是不够的。地方政府也必须做出调整，以适应新的增长模式。地方政府历来承担着约80%的公共投资，对中国的经济增长和发展至关重要。如果不重新调整地方的优先事项和激励机制，转向新的增长模式将充满挑战。

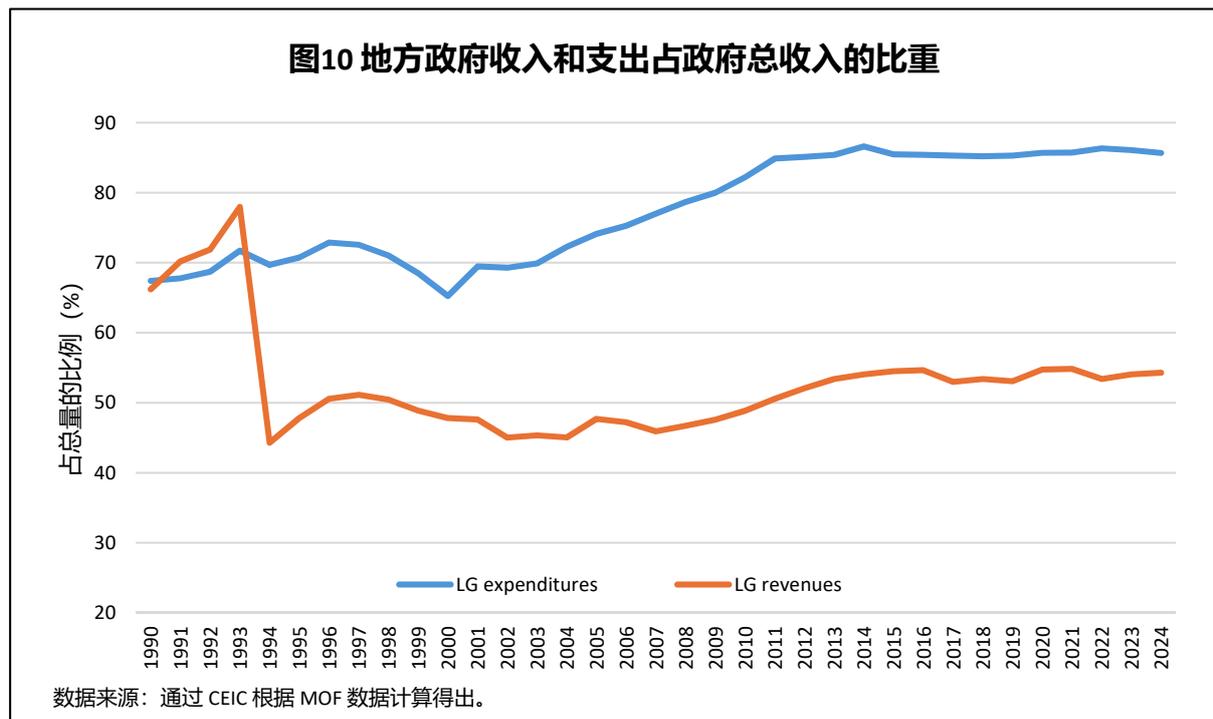
过去十年，地方政府严重依赖土地出让收入和借贷（主要通过预算外地方政府融资平台）来实现与官员绩效挂钩的增长目标。鉴于一些省份的债务已达到GDP的150%（参阅Guo和Schipke, 2024年），土地出让收入占GDP的比重也从2021年的8.4%下降到2024年的3.8%（见图9：土地出让总收入），这种模式已不再可行。展望未来，地方政府不应直接配置资源，而应专注于为企业和企业家创造有利环境，并加强公共服务供给。改革开放初期的“放权政策”将资源配置的权限从中央下移到地方，极大地激发了地方的积极性，从而有力促进了经济增长。但“放权”并不等同于市场化改革，现在应该进一步推进市场化改革，真正落实二十届三中全会再次重申的“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”的政策目标。



因此，未来地方政府绩效评估可以优先考虑改善营商环境、提高家庭收入中位数增长、扩大医疗和教育覆盖面以及增加农村消费等措施。将中央转移支付与地方在提供社会服务和刺激消费需求方面的成效挂钩，可以强化这些优先事项。虽然概念上简单，但付诸实践时在政治和行政上都将十分复杂，并非一朝一夕就能实现。

重新定义中央与地方政府关系

一个长期存在的障碍是地方支出责任与收入来源不匹配。中央政府收取大部分税收，而地方政府却提供约85%的公共服务。中央政府支出仅占政府总支出的14%（见图10：2020年各级政府支出占比）。这种不平衡导致地方政府长期依赖土地出让金和地方政府融资平台借款。



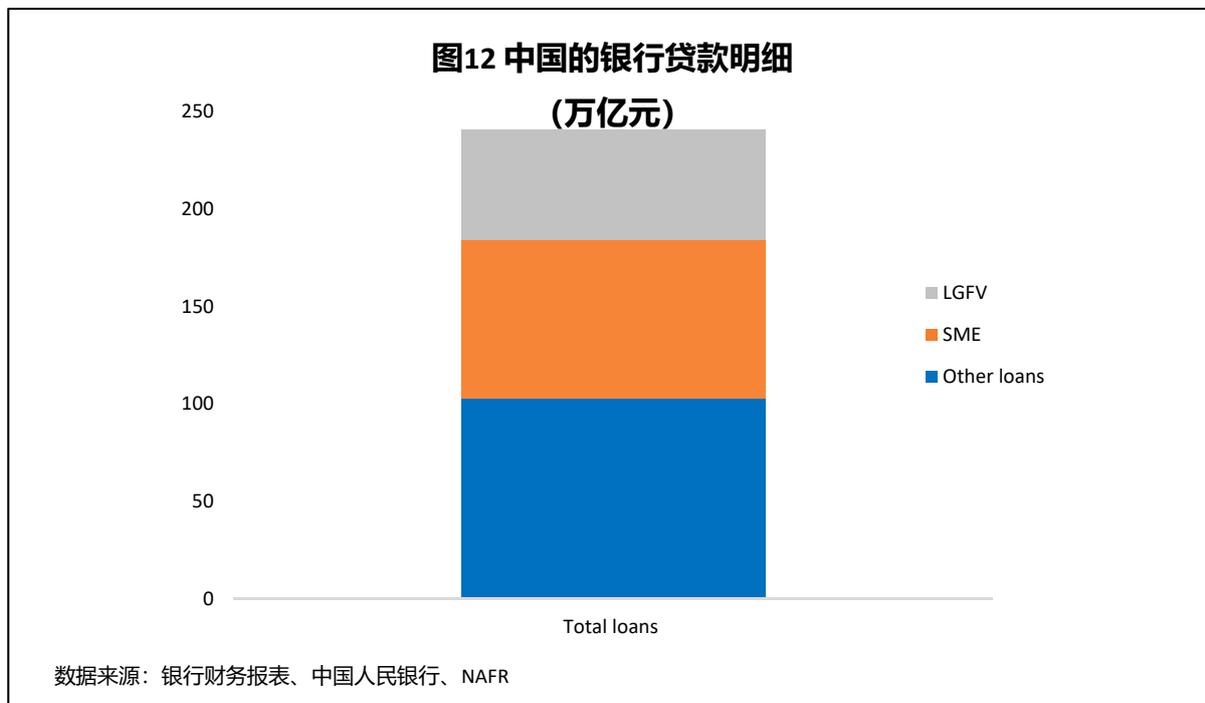
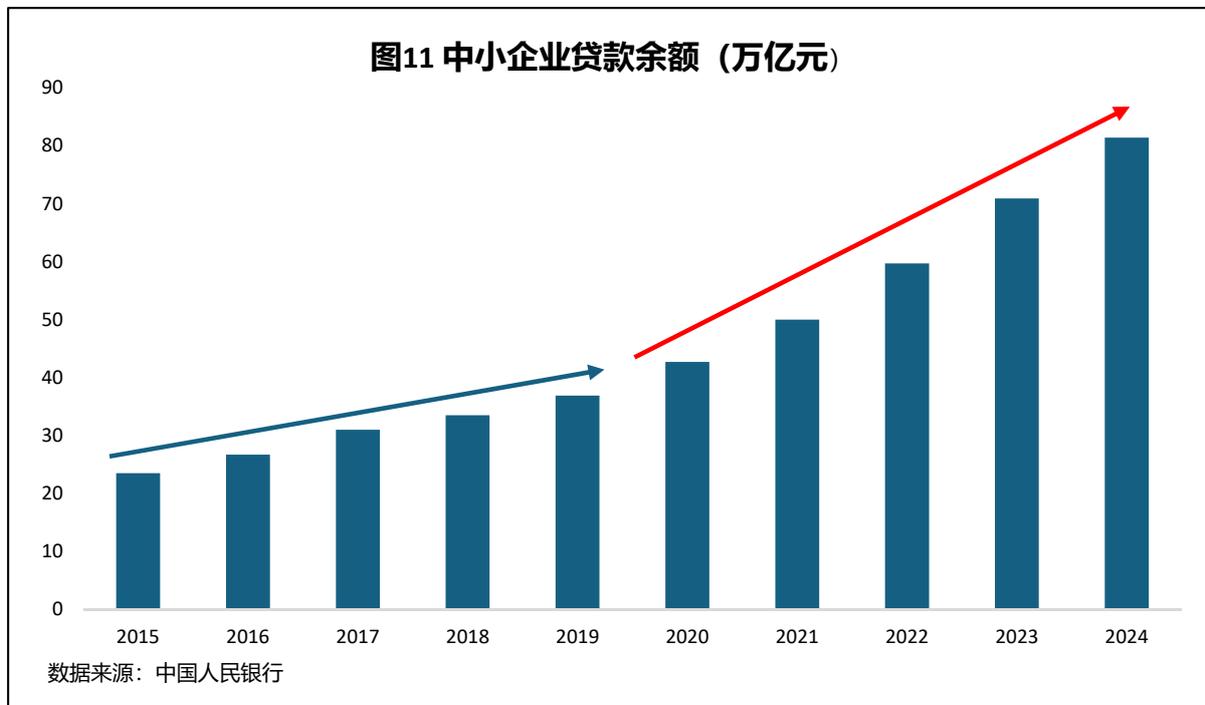
未来可以考虑从以下几个方面入手，尽可能地平衡地方政府的“事权”与“财权”。一是将养老金、失业保险、社会救助和逆周期财政政策等核心社会职能或“事权”重新收回到中央政府，减少地方政府的开支责任。二是适度减少地方政府直接承担的除了基础设施投资以外的经济活动的责任，这些责任可以交给企业。三是通过包括消费税、房地产税和数字经济税等的改革措施，为地方政府创造一些新的收入。

银行业信贷分配与韧性

与此同时，银行业的发展需要密切监测。国际货币基金组织2024年金融部门评估方案的结论是，中国主要银行仍然资本充足、流动性强且具有抗冲击能力。房地产价格下跌和地方财政压力加剧了中小银行的风险。2024年末和2025年初出台的支持性货币和财政措施缓解了一些短期压力。

然而，中小企业贷款越来越值得关注（参阅Bedford 2024以及2025即将出版的报告）。中小企业贷款余额目前已超过GDP的60%，高于2019年的37%，超过了地方政府融资平台的敞口（见图11：中小企业贷款余额和图12：中国的银行贷款构成）。在定向支持中小企业贷款政策和疫情期间宽松监管的推动下，中小企业贷款激增重塑了银行的风险状况。2024年，中小企业贷

款占新增信贷发放的62%，高于2018年的15%。尽管风险较高，但这些贷款的定价接近优惠利率，无抵押的中小企业信用贷款盛行，削弱了抵押品质量，导致其回收率在信用卡组合之外处于最低水平。有关中小企业不良贷款 (NPL) 比率的披露有限，但大连农村商业银行报告称，中小企业不良贷款率高达 27%，而其他行业的不良贷款率为 3%。



资产的质量存在更广泛的忧虑。尽管整体不良贷款率在2024年实际上达到了近十年来的最低水平，但这一数字可能低估了真实的风险水平。造成扭曲的一个主要原因是新冠疫情期间的中小企业贷款延期还本付息政策。该政策现已进入第五个年头，是全球持续时间最长的政策之一。根据该计划，近38%的未偿贷款要么免于标准减值确认，要么被持续展期。国际经验表明，取消此类延期还本付息政策可能导致违约率激增。精心设计管理的退出和重组策略对于最大限度降低这些风险至关重要，也有助于银行清理遗留问题贷款，并释放向生产率更高的行业发放新信贷的能力。

中国向消费驱动型增长模式转型需要采取多管齐下的战略，重点在于财政改革、重新平衡中央和地方财政关系以及重新调整地方政府激励机制。更强大的社会保障网将有助于减少预防性家庭储蓄，释放国内消费潜力。与此同时，维护金融稳定对于推进这一转型仍然至关重要，尤其是在中小企业风险敞口不断上升和贷款延期偿付的情况下。

实施如此广泛的改革需要坚定的决心、谨慎的排序和清晰的沟通，以建立公众和投资者的信心。同样重要的是，包括贸易紧张局势在内的外部冲击以及任何短期逆周期政策，都不应阻碍关键结构性改革的进展，而这些改革对于确保新的、更平衡的增长模式至关重要。

结论

中国经济在经历了充满挑战的2024年之后重拾增长动力。这得益于大规模地方债务化解方案、财政支出增加以及定向货币宽松政策，这些措施帮助中国经济在2024年末至2025年期间实现了稳定增长。这些措施支撑了稳健的GDP增长和工业产出，也助力实现了房地产市场的初步企稳以及强劲的消费活动。然而，经济复苏依然不平衡，且易受冲击，通胀接近于零、私人信贷需求疲软、外部风险加剧，尤其是美国新加征关税带来的风险都表明需要额外的逆周期政策支持。政策制定者应考虑推出1至1.5万亿元人民币的增量财政刺激方案，通过扩大转移支付和服务补贴来刺激家庭消费。此外，中国还拥有进一步降息和定向降低贷款市场报价利率的空间。

展望未来，中国能否实现更均衡、更可持续的增长，取决于能否加快结构性改革。关键优先事项包括：强化社会保障体系以减少预防性储蓄；推进税收和财政改革以拓宽收入基础，为日益增长的医疗和养老金需求提供资金；以及重新定义中央与地方的财政关系以调整支出责任。与此同时，必须重新调整地方政府激励措施，将重点从投资和增长目标转向优化营商环境、提高家庭收入和改善社会服务供给。同样重要的是，通过审慎管理中小企业信贷风险并为有序退出延期还本付息政策做好准备，维护金融稳定。总而言之，这些措施对于推动中国经济转向消费和创新双轮驱动的增长模式至关重要，这种模式更具可持续性，且能有效抵御国内外风险冲击。

参考

Wong (2024) [《东亚研究所时事评论》第 77 期](#)

Wong (2025) [《东亚研究所时事评论》即将出版](#)

Bedford (2024) [《东亚研究所背景简报》第1780号](#)

Bedford (2025) [《东亚研究所背景简报》即将出版](#)

Guo和Schipke (2024) [《东亚研究所时事评论》第 81 期](#)

IMF (2025) 《中华人民共和国：2024年金融部门评估规划——金融体系稳定性评估》(IMF国家报告第2025/100号)，华盛顿特区

IMF (2024) 《中华人民共和国：2024年第四条磋商——工作人员报告》(IMF国家报告第2024/258号)，华盛顿特区

席睿德 (Alfred Schipke) 现任新加坡国立大学东亚研究所所长、李光耀公共政策学院教授，曾任国际货币基金组织驻华高级代表；黄益平 (Huang Yiping) 现任北京大学国家发展研究院院长、教授，郭凯 (Guo Kai) 现任CF40研究院执行院长、新加坡国立大学东亚研究所非常驻高级研究员，曾任中国人民银行货币政策司副司长。

往期推荐

畅想人民币稳定币

2025年7月6日 郭凯

美国能否推动全球对华关税联盟

2025年6月29日 钟益、朱鹤

多重冲击下重新自我认识和艰难转型的欧洲

2025年6月22日 朱鹤

中国的消费水平远没有看上去那么低——基于实际消费量的比较

2025年6月15日 于飞、郭凯

寻找关税壁垒下中美贸易的纽带

2025年6月8日 杜宇宸

美国如何逐步疏离以WTO为核心的多边贸易体系

2025年6月1日 曲培培

如果美元大幅贬值——基于五次美元大幅贬值的简单观察

2025年5月25日 朱鹤、郭凯

美国“经济武器库”的转型和演变

2025年5月18日 刘怡彤

免责声明

本简报中的观点仅供参考，不代表中国金融四十人研究院意见和立场。研究院不保证简报所包含的信息不会发生任何变更，且本简报中的资料、意见、预测均反映初次公开发布时的判断，可能会随时调整。

