

畅通国民经济循环： 从传统公共财政转向现代公共金融

——2025 年上半年经济形势分析与下半年经济展望

清华大学中国经济思想与实践研究院 (ACCEPT) 宏观预测课题组

摘要：2025 年上半年中国经济出现了一些可喜的企稳向好迹象，但经济增速仍低于潜在水平。中国经济运行“气滞血瘀”，居高不下的地方债超过地方政府财政税收承受能力，在化债压力下地方政府从企业和居民部门筹集财政收入时力度加大、动作变形，抑制了企业和家庭部门的积极性；同时，地方政府还债资金集聚于金融部门，而金融部门又无法将这些资金投向企业和家庭部门。政策的关键在于实现从传统公共财政向现代公共金融的理念转变。传统公共财政着眼于短期财政平衡，当短期资金不足时发行债务，并期望短期内还清。而现代公共金融理念则认为：政府应为金融市场提供流动性最好、信用评级最高的国债，作为金融市场金字塔的底座，从而把金融和财政问题统筹加以考虑和解决；政府要从反映存量的资产负债表出发，而非仅从每期资金流量表出发，考虑国债发行；政府要以长期而非短期收支平衡为目标。中国当前具备大规模发行国债的良好条件。基于这些考虑，提出一揽子建议，包括发行 30 万亿元国债用于置换地方债；加快消化房地产库存；消化过剩产能；加大扩内需政策力度；加大“投资于人”的力度，持续用力推进农业转移人口市民化。这些政策如果付诸实施，中国经济有望走出当前“气滞血瘀”的状态，迈入高质量、中高速发展的新周期。

关键词：国民经济循环；传统公共财政；现代公共金融；经济高质量发展

中图分类号：F124 **文献标识码：**A **文章编号：**1003-7543(2025)06-0056-20

从目前经济运行情况看，中国经济运行开始呈现企稳迹象，但仍然蕴藏着较大的风险和挑战。其症结在于大规模地方债务引致经济金融运行“气滞血瘀”，亟须实施一揽子财政政策打通堵点，助推经济企稳并回到长期潜在增长轨道。

一、企稳迹象初现，但运行低于潜在增速

在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策作用下，2025 年上半年中国经济运行开始呈现企稳迹象，产业升级持续推进。但经济增速仍然低于潜在增速，名义 GDP 增速仍然低于实

课题组长：厉克奥博，清华大学中国经济思想与实践研究院副院长、研究员；**课题副组长：**李稻葵，清华大学中国经济思想与实践研究院院长，教授、博士生导师；刘培林，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员。**课题组成员：**厉克奥博、吴舒钰、李冰、陆琳、郭美新、刘培林、黄张凯、龙少波、陈大鹏、冯明、伏霖、徐翔、石锦建、金星晔、张弛、张鹤、郎昆、侯楹韬、李璐佳、王子航、陈香、李雅萍、宋嘉宝、戴君屹、郑渝川、许博维。**本文主要执笔人：**吴舒钰，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员；李冰，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员；郭美新，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员；陆琳，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员；刘培林，清华大学中国经济思想与实践研究院研究员。

际 GDP 增速,且处于改革开放以来较低的水平。社会大众对经济的体感仍然偏冷,酝酿着一定的经济社会风险。

(一)经济增长保持韧性,产业升级继续推进
经济增长保持了韧性。2025 年第一季度实际 GDP 同比增速达 5.4%。规模以上工业增加值 2025 年 1—4 月累计增长 6.4%;5 月同比增长 5.8%,环比增长 0.61%。规模以上服务业企业营业收入 2025 年 1—4 月同比增长 7.2%;5 月份,全国服务业生产指数同比增长 6.2%,比 4 月份加快 0.2 个百分点。

消费增长有所恢复。2025 年 1—5 月社会消费品零售总额 203 171 亿元,同比增长 5.0%。全国网上零售额 60 402 亿元,同比增长 8.5%。2025 年 1—5 月,服务零售额同比增长 5.2%。

产业升级继续推进。从制造业产出结构看,2025 年 5 月装备制造业增加值同比增长 9.0%,高技术制造业增加值增长 8.6%,分别快于全部规模以上工业增加值 3.2 个和 2.8 个百分点。从制造业投资结构看,2025 年 5 月制造业投资增长 8.5%,其中信息服务业,航空、航天器及设备制造业,计算机及办公设备制造业,专业技术服

务业投资同比分别增长 41.4%、24.2%、21.7%、11.9%,明显快于制造业总体投资增速。

(二)内生增长动力不足,仍然面临较多问题
第一,实际增速低于潜在增速,名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速且处于改革开放以来的较低水平。中国经济仍然有着巨大的发展潜力^[1],但目前中国经济增速仍然低于潜在水平。2025 年第一季度名义 GDP 增速仅为 4.6%,仍然处于改革开放以来除新冠疫情冲击外的最低行列,低于同期实际增速 0.8 个百分点(见图 1)。2025 年第一季度 GDP 平减指数仍然为负,且从趋势上看,反弹乏力(见图 2,下页)。工业生产者出厂价格指数从 2022 年下半年开始基本上处于下跌状态,已持续近 3 年,持续时间是 20 世纪 90 年代以来第二长,且尚未出现明显恢复势头(见图 3,下页)。

经济增长波动虽然是短期的周期问题,但如果经济长期低迷,就会弱化投资信心,降低劳动参与率,从而转化为长期的结构性问题,导致潜在增速被进一步压低^[2]。这是中国经济最大的不安全因素,也是中国式现代化进程中最大的风险因素。保增速就是保就业,就是保经济安

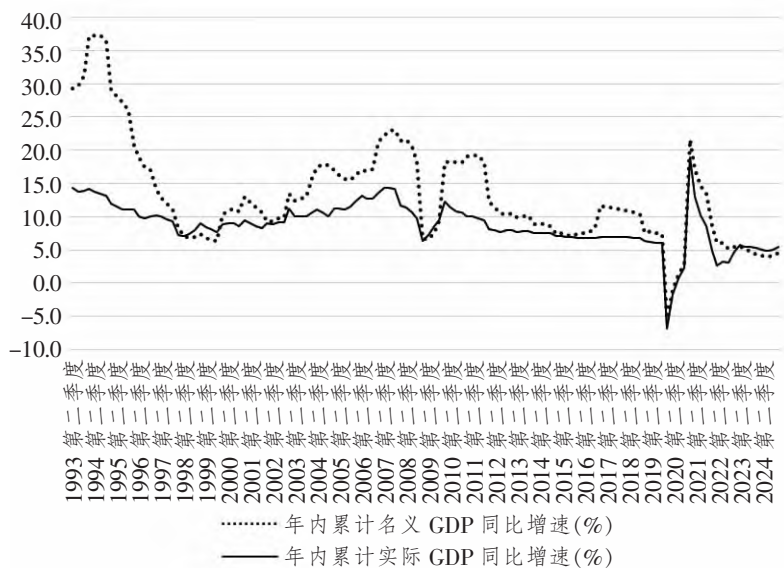


图 1 季度累计名义 GDP 和实际 GDP 增速(%)

数据来源:国家统计局。

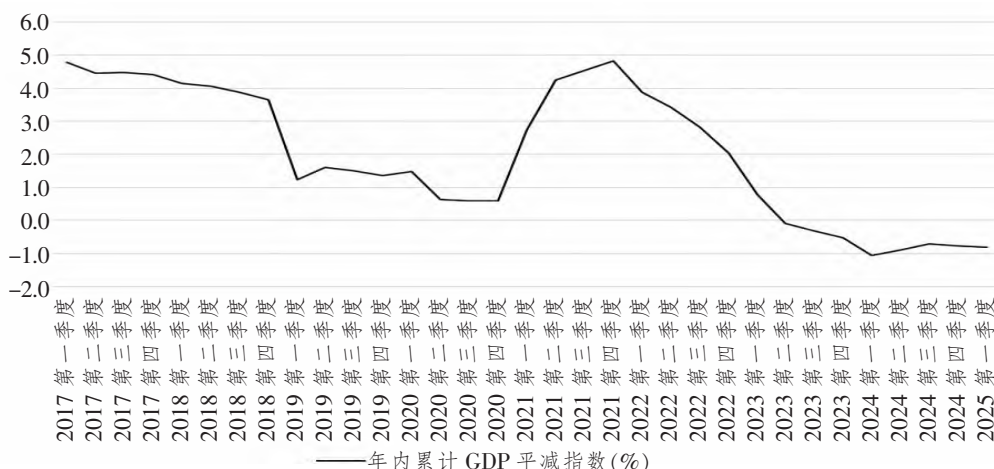


图2 季度累计GDP平减指数(%)

数据来源:国家统计局。

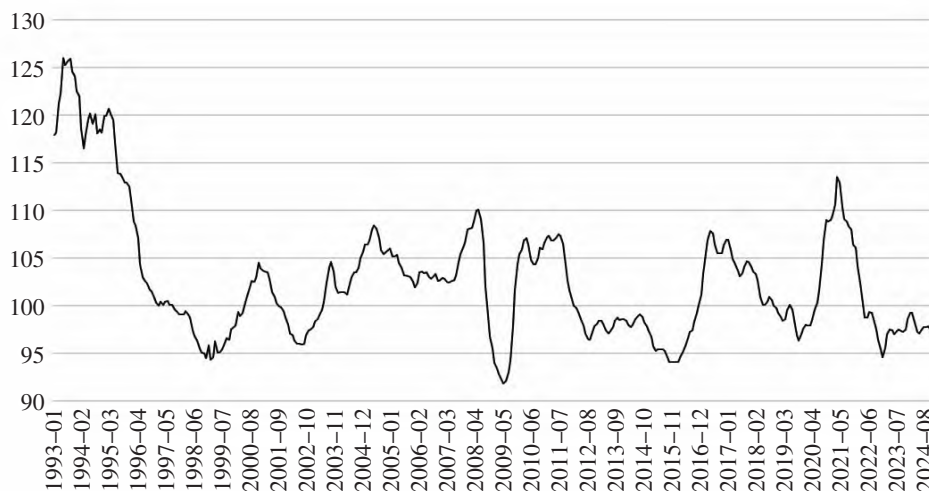


图3 工业生产者出厂价格指数,上年同月=100

数据来源:国家统计局。

全。这已成为我国经济发展中不可忽视的关键命题。

第二,就业形势严峻。2025年1—5月中国城镇调查失业率平均值为5.2%,其中5月城镇调查失业率为5%,比4月下降0.1个百分点。但是,从更长时期看,全国16~59岁就业人数占16~59岁适龄人口总数的比例呈现明显下降趋势(见图4,下页),说明中国劳动参与率出现下滑,适龄劳动人口就业机会并未能与人口增长相匹配,大量适龄人口并未就业。青年失业率居高不下进一步佐证了这一判断。图5(下页)对比

了中国和主要发达国家的青年失业率,2024年8月中国16~24岁青年人群的城镇调查失业率高达18.8%,2025年以来虽略有下降,但仍在16%左右波动,而主要发达国家15~24岁青年失业率均低于10%,其中日本的青年失业率仅为4%。

中国已就业人口中有相当一部分是灵活就业,这虽在一定程度上为就业市场提供了缓冲,但这种就业形态往往伴随着工作稳定性不足、社会保障缺失等诸多问题。据统计,2021年中国灵活就业人数已达到2亿人左右,占中国就业人

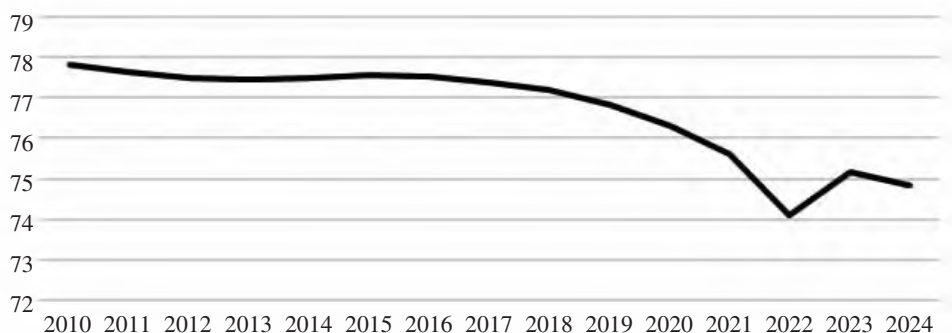


图4 16~59岁适龄人口就业人数占总适龄人口的比例(%)

数据来源:国家统计局;联合国《世界人口展望2024》;第六次、第七次全国人口普查数据;ACCEPT测算。

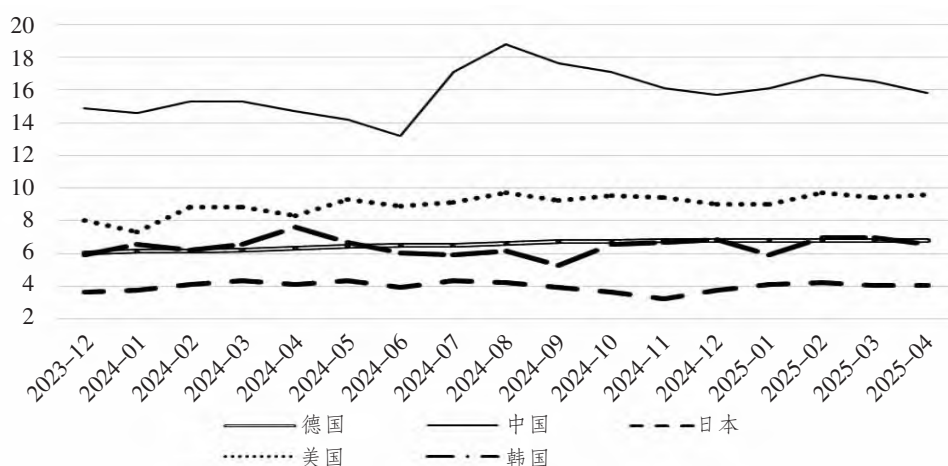


图5 中国和主要发达国家的青年失业率(%)

数据来源:国家统计局(中国16~24岁城镇调查失业率,不含在校生);OECD数据库(德国、日本、美国、韩国的15~24岁失业率)。

口总数的比例超过1/4,这一数据还在不断增加。当前中国外卖骑手已超1000万人。网约车驾驶员证由2020年的不到300万本上升至2024年的超过700万本。网约车的人均订单量在不断下降,说明网约车市场已接近饱和(见图6,下页)。网约车司机为增加收入不得不延长工作时间,90%以上的专职网约车司机每天工作时间在8小时以上,其中接近50%的专职司机每天工作12小时以上,超过80%的专职网约车司机每月休息不到4天。

除灵活就业人员之外的其他就业人员劳动时间也在不断上升。如图7(下页)所示,中国企业就业人员每周工作时长由2018年的46.1

小时提高至2024年的48.7小时。与之形成鲜明对比的是,不论是德国、英国,还是土耳其、韩国,每周工作时长都呈现下降趋势。2024年OECD国家平均周工作时长约为37.2小时,比中国企业员工的工作时长少约11.5个小时。

不断下降的适龄人口就业率和不断增加的劳动工作时间正在酝酿着中国社会的不安全因素。一旦就业形势出现大幅波动,不仅会冲击民生福祉,更可能引发一系列连锁反应,对经济乃至社会稳定构成威胁。

第三,房地产市场持续低迷。国家统计局数据显示,2025年1—5月全国商品房销售额为3.41万亿元,同比下降3.8%;销售面积3.53亿平

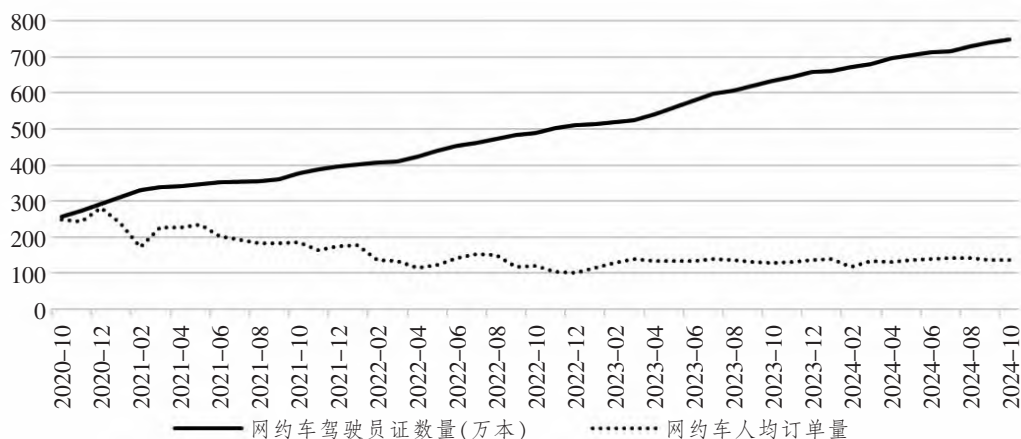


图6 中国网约车驾驶员证数量和网约车人均订单量

数据来源:交通运输部。

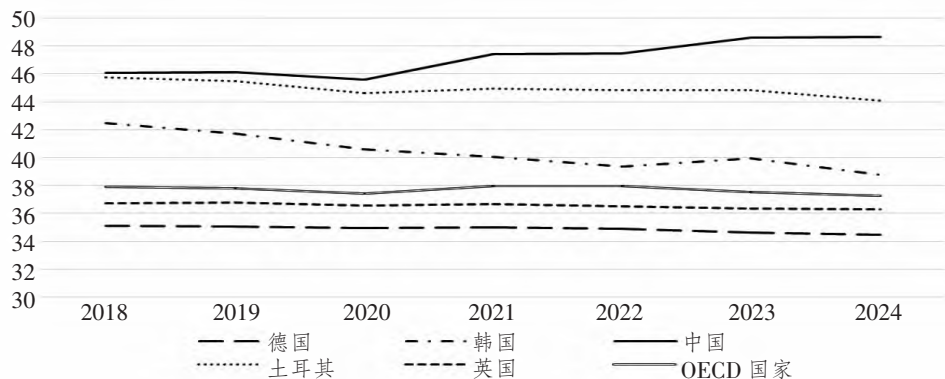


图7 中国和主要国家的每周工作时长(小时)

数据来源:国家统计局;OECD数据库。

平方米,同比下降2.9%。2022年初以来商品房销售面积和销售额累计同比整体呈现下降趋势,随着各项稳楼市政策逐步落地生效,2024年初以来累计同比降幅逐渐收窄,但至今尚未由降转增(见图8,下页)。其中,销售面积累计同比为负已持续长达41个月,销售额累计同比在2023年上半年出现过四个月的短暂回升,之后近两年时间保持下降态势。

销售低迷导致房地产库存高企,商品房待售面积2024年12月以来一直高于7.5亿平方米(见图9,下页),其中2025年2月达到7.99亿平方米的历史新高,之后虽然缓慢回落,但仍处于较高水平。据国信房地产信息网的数据,参考近半年商品房成交面积月度均值,测算可得北

上广深苏杭几个主要城市消化当前可售面积需要约24个月,是2016年同期所需时间的近2倍;中小城市由于购房需求较弱,去库存面临更大的压力。

房地产开发投资持续下滑。房地产开发投资额在2021年达到13.6万亿元的峰值后逐年回落至2024年的10.0万亿元。房地产开发投资累计同比从2022年4月以来已经持续38个月维持下降趋势,2025年1—5月累计同比降幅为10.7%(见图10)。房地产开发投资占GDP的比重从2014年的14.5%降至2024年的7.4%,房地产开发投资对名义GDP增长的拉动也呈现减弱趋势,2010—2014、2015—2019和2020—2024年拉动率的平均值分别为2.55%、0.7%和-0.32%,

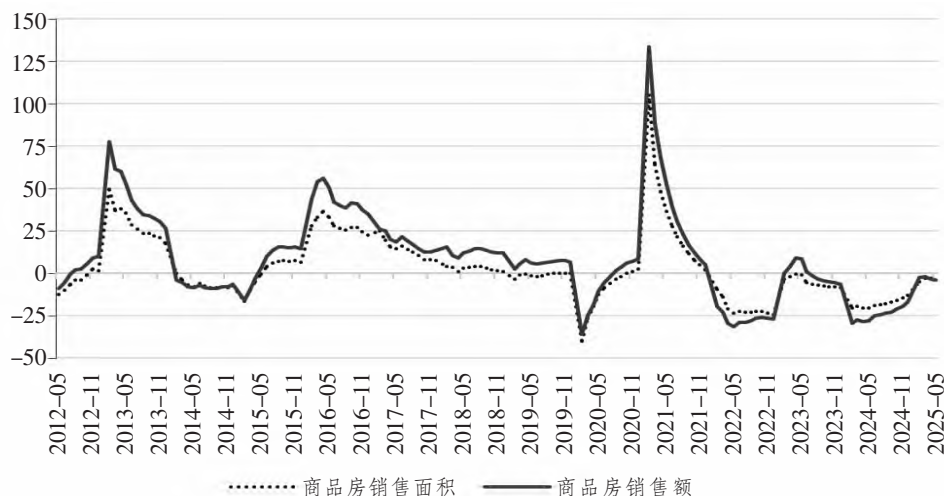


图8 商品房销售面积与销售额累计同比增速(%)

数据来源：国家统计局。

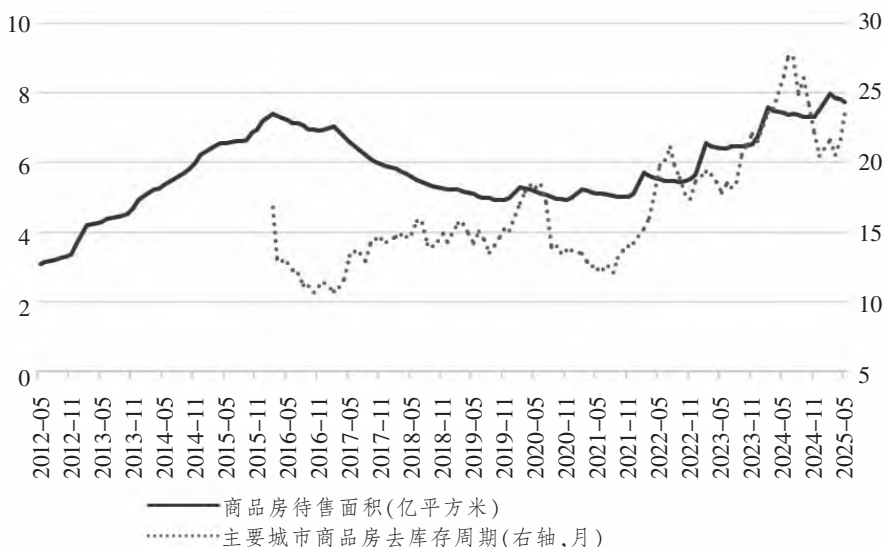


图9 商品房待售面积与主要城市商品房去库存周期

数据来源：国家统计局，国信房地产信息网。

房地产开发投资对经济增长的贡献由正转负（见图11，下页）。商品房新开工面积同样呈下降态势，在2019年达到22.7亿平方米的峰值后大幅收缩至2024年的7.4亿平方米，2025年1—5月新开工面积累计同比下降22.8%。据国家统计局数据，2025年5月全国房地产开发景气指数为93.7，自2022年1月起已连续41个月低于100，显示房地产市场持续低迷，信心仍未

恢复。

商品住宅价格尚未止跌回稳。国家统计局数据显示，新建商品住宅平均价格指数同比从2022年4月开始持续下降（见图12），2024年11月后降幅收窄，至今仍未转跌回升，二三线城市房价持续下跌趋势相对更加明显。当前新房平均价格指数与2019年同期相当；与2019年1月相比，一线城市的二手房价格指数略有上升，

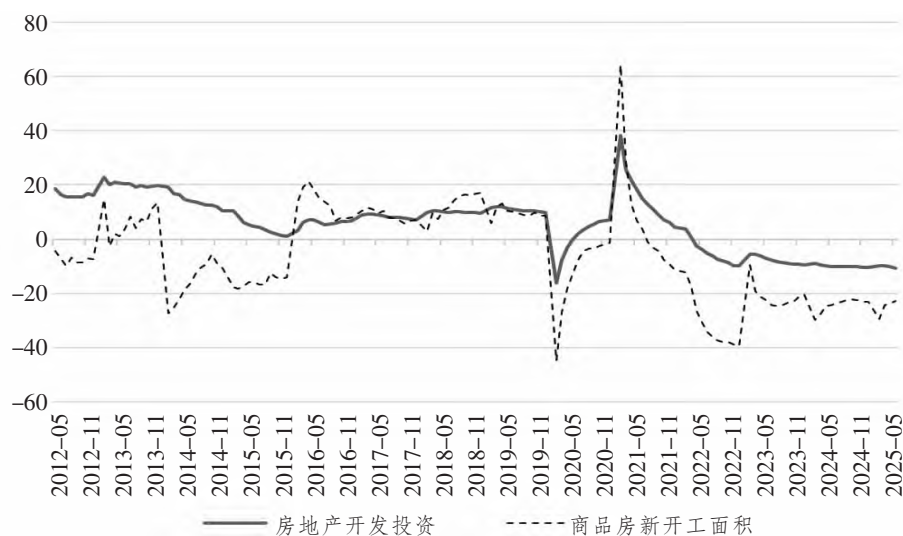


图 10 房地产开发投资与商品房新开工面积累计同比增速(%)

数据来源：国家统计局。

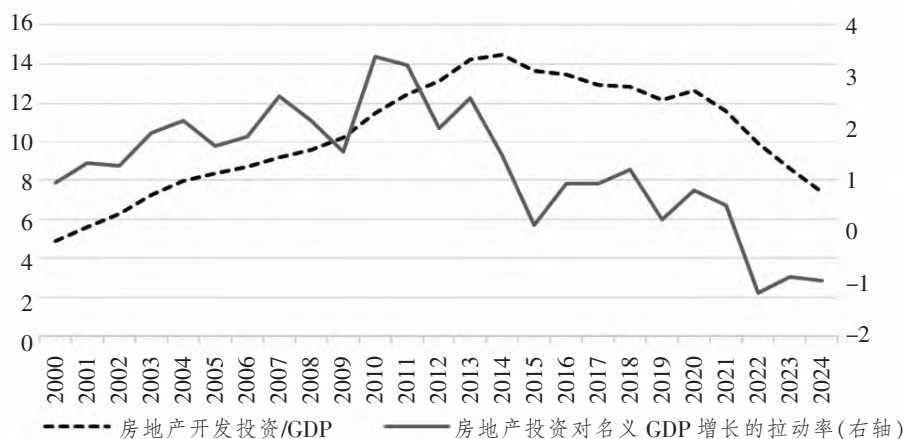


图 11 房地产开发投资 GDP 占比与房地产开发投资对经济增长的拉动率(%)

数据来源：国家统计局。

二三线城市降幅超过 10%。

总的来说,目前房地产市场销售不振、投资收缩、价格下行,对居民预期、消费和投资产生了负面影响,同时,房地产行业涉及的上下游产业链的运行和投资也受到显著冲击,可能导致部分企业陷入流动性危机和债务危机,进而容易引发宏观经济金融领域的系统性风险。为促进社会稳定,防范化解可能给宏观经济稳定运行带来的潜在风险,避免经济增长受到负面拖累,妥善解决房地产库存积压、推动房地产市场止跌

回稳刻不容缓。

第四,居民消费增长缺乏长期动能。2025 年以来我国居民消费增速回升与政府出台的各项消费刺激政策有较大关系,消费增长依然缺乏内生动力。当前消费者价格指数(CPI)同比增速持续处于低位,自 2025 年 2 月起更是连续转负(见图 13,下页)。2025 年 5 月 CPI 环比下降 0.2%,同比下降 0.1%,核心 CPI 同比上涨 0.6%,与 4 月持平,这表明剔除食品与能源价格后的通胀指数也缺乏上行动力。价格结构中食品烟酒(权重

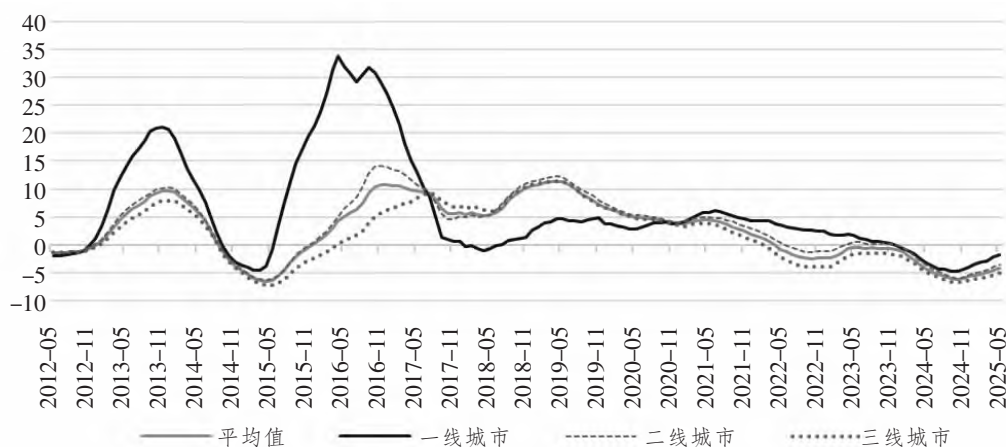


图 12 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比变化(%)

数据来源：国家统计局。

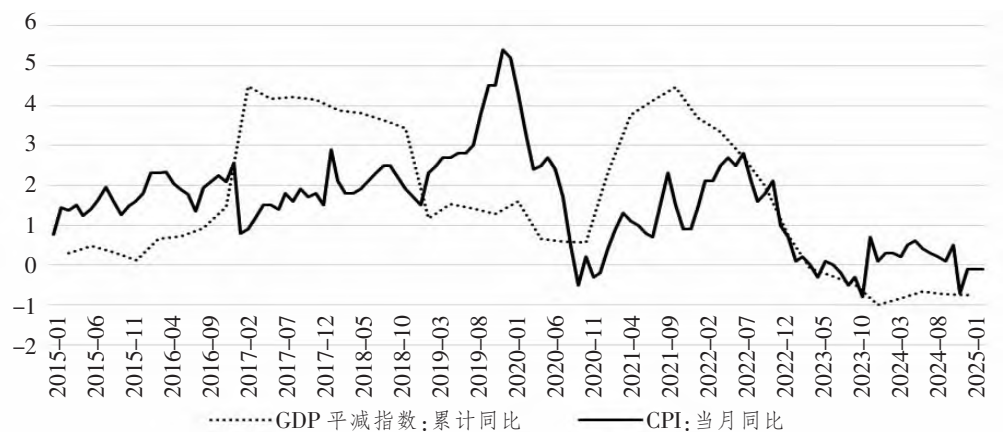


图 13 中国 CPI 和 GDP 平减指数同比增速(%)

数据来源：国家统计局。

约 30%)与交通通信(权重约 10%)等项目波动对 CPI 构成主要影响,尤其是交通通信价格下降成为拉低通胀的重要因素,而部分行业如汽车的“内卷式”竞争则进一步压低商品价格,削弱企业调价能力,加剧通缩趋势。

居民收入增长乏力,对内需恢复形成制约。由图 14(下页)可见,城镇居民人均可支配收入增速已低于历史平均水平,且呈现趋缓趋势。此外,近几年,人均消费支出增速持续高于收入增速,意味着居民正在进行一定程度的透支消费,消费增长依赖于短期刺激计划而非收入改善,缺乏可持续性。由于就业市场的不确定性,居民

部门对未来收入与就业前景持谨慎预期,可能进一步抑制边际消费倾向。

第五,“内卷式”竞争加剧。具体表现为如下方面:一是企业间无序价格战在汽车行业尤为突出。2025 年 5 月以来,汽车行业掀起新一轮降价潮。2025 年 1—5 月,中国总体乘用车市场降价车型的降价力度算术平均达到 2.3 万元,降价力度达到 11.9%,其中常规燃油车降价力度为 8.9%,新能源车降价力度达到 12.8%。2025 年 5 月,中国汽车工业协会发布《关于维护公平竞争秩序 促进行业健康发展的倡议》指出,以无序价格战为主要表现形式的“内卷式”竞争,是行

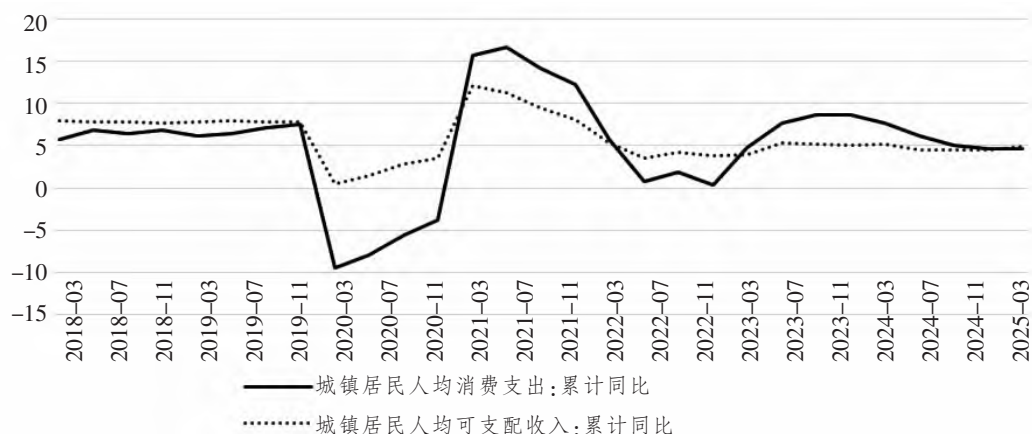


图 14 城镇居民人均可支配收入和城镇居民人均消费支出累计同比增速(%)

数据来源:国家统计局。

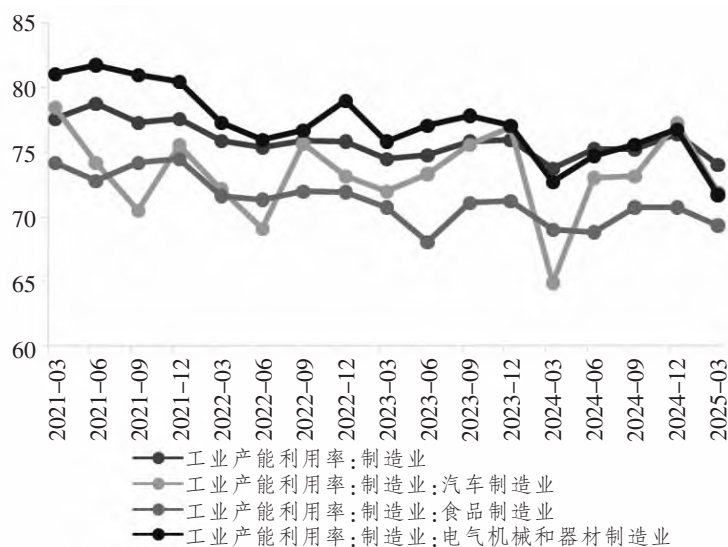


图 15 制造业及子行业产能利用率(%)

数据来源:CEIC。

业效益下降的重要因素。二是产能利用率下滑。如图 15 所示,中国制造业产能利用率近 5 年呈逐年下滑趋势。2025 年 3 月中国制造业产能利用率为 74%,其中汽车、电气机械和器材、食品制造业分别为 71.9%、71.7%、69.3%,低于行业平均水平。三是行业利润率大幅波动与下降。如图 16(下页)所示,制造业营业收入累计利润率近 5 年下降趋势明显,从 2021 年 4 月的 6.6%下降至 2025 年 4 月的 4.1%。四是企业尤其是小企

业、私营企业应收账款规模庞大,收账周期长,经营压力加剧。国家统计局数据显示,2024 年末规模以上工业企业应收账款总额达 26.06 万亿元,实现利润总额 7.43 万亿元,规模以上工业企业应收款项约为利润总额的 3.5 倍。若将小微企业纳入统计范围,账款拖欠情况更为严峻。如图 17(下页)所示,中国规模以上工业企业回收账款从 2018 年 4 月的 13.3 万亿元增至 2025 年 4 月的 25.9 万亿元,7 年年均增长 13.5%,其中,

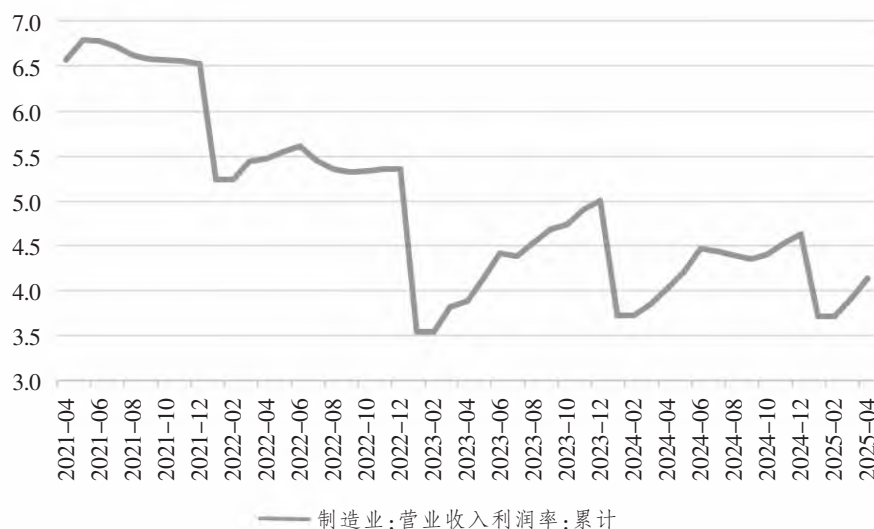


图 16 制造业营业收入利润率(%)

数据来源:CEIC。

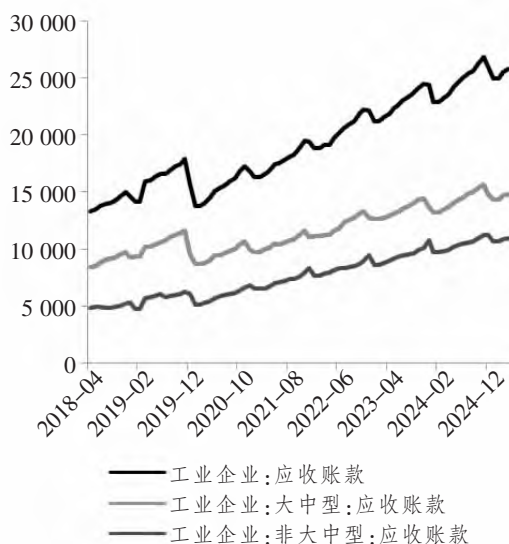


图 17 企业应收账款变动情况(十亿元)

数据来源:CEIC。

大中型企业年均增长 10.9%,非大中型企业年均增长 18%,非大中型企业应收账款增速较快。如图 18 所示,工业企业应收账款平均回收期整体呈上升趋势,平均回收期从 2018 年 4 月的 46 天增至 2025 年 4 月的 70 天,7 年共增长 24 天,其中,国有控股企业 7 年增长 14 天,私营企业 7 年增长 36 天,私营企业账款回收期增幅远高于

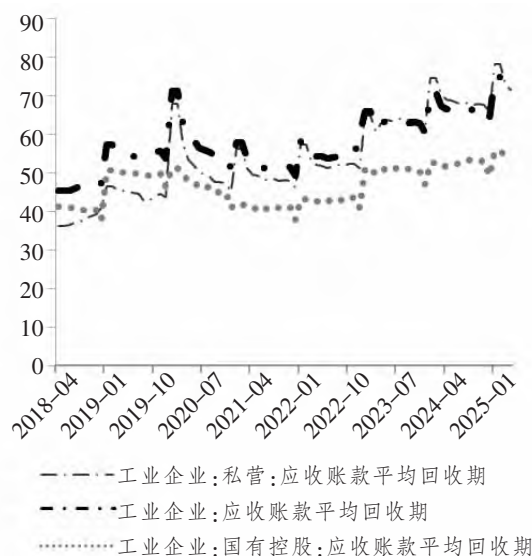


图 18 企业应收账款平均回收期(天)

数据来源:CEIC。

国有控股企业。可以看出,我国小型企业、私营企业回款压力尤为显著,这加剧了其生存危机。

第六,民间投资增长停滞。从年度数据来看,民间固定资产投资已经连续两年出现负增长,增速从 2013 年的 20.1%降至 2024 年的-0.1%,占固定资产投资比重则从 2012 年的 54%下降至 2024 年的约 50%,为历史最低值。2022 年 12 月

至今的30个月中仅有13个月民间固定资产投资累计同比上升,且增速均小于1%,增长近乎停滞。2025年1—5月民间投资增速同比持平,明显低于全国固定资产投资(3.7%)和国有及国有控股投资(5.9%),民间投资累计同比增速低于总体投资的趋势从2022年初开始维持至今(见图19)。民间投资增速放缓背后体现出企业家信心不足,投资积极性下降。反映经营主体对宏观经济环境感受和信心指标的企业景气指数(BCI)近两年虽然高于临界值100,但仍明显低于2018—2019年124的平均水平,尚有较大提升空间。长江商学院针对校友企业(其中绝大多数是民营中小企业)的月度调查数据显示,企业投资前瞻指数近半年以来虽然均高于临界值50,但仍然明显低于2019年的月度平均值63,表明企业投资扩张信心不足。民间投资增长乏力,不仅会拖累整体固定资产投资,还会阻碍民营经济的健康发展,不利于充分发挥其在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生、推动共同富裕中的重要作用,制约了长期经济发展潜力,给经济高质量发展带来了压力和挑战。

此外,国际上突发事件此起彼伏,不稳定因素增多,外部环境剧烈波动,出口市场受到冲击。特朗普为解决美国国内的债务危机,重振

其制造业,对几乎所有全球贸易伙伴征收“对等关税”,对特定国家和特定商品征收更高关税,完全摒弃了自“二战”后建立的国际贸易秩序,标志着美国已经从追求效率和利润优先的自由贸易主义转向贸易保护主义。中美关系不确定性加大,对中国的出口造成一定影响。中国利用外资规模也在下降,商务部数据显示,2025年1—4月中国利用外资规模同比下降10.9%。

二、“气滞血瘀”:高地方债务导致国民经济循环不畅

从政府与市场经济学视角看,当前中国经济运行问题的根本原因在于循环受阻,堵点在于大规模的存量地方债务,以及地方政府收入来源锐减背景下大力度实施化债引致地方政府通过拖欠各种应付款项、征收过头税等筹集收入,影响了企业正常生产经营;加之宏观经济增长乏力,市场预期普遍悲观,企业和居民从金融机构申请贷款的意愿以及金融机构给企业和居民发放贷款的意愿都大幅度弱化(见图20,下页)。

中国地方政府有强烈的动机促进本地经济增长,而加强基础设施建设是拉动投资、刺激经济的重要手段。2008年全球金融危机后的“四万亿”计划为大规模的基建投资提供了基础。自此

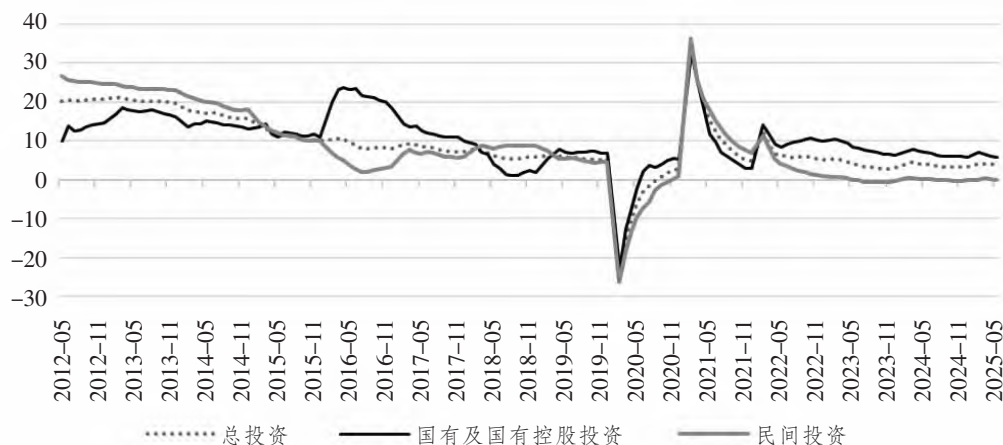


图19 全国固定资产投资(不含农户)与各类投资累计同比(%)

数据来源:国家统计局。

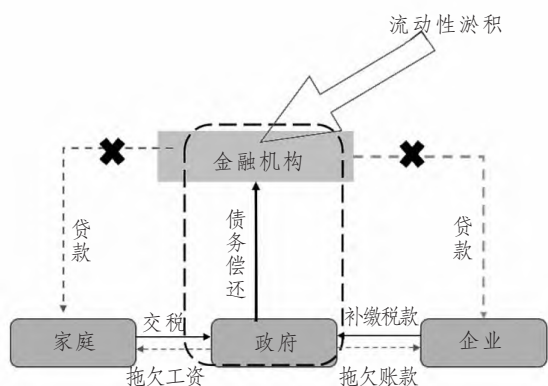


图 20 中国经济运行问题的症结

之后的十余年里,各级地方政府大举开展基础设施建设,并在这一过程中积累了规模庞大、类型复杂、链条多样的地方债务^[3-4]。

基础设施的回报周期较长,而用于基础设施建设融资的债务工具(如银行贷款、城投债)往往期限较短,形成较为明显的债务期限错配^[1]。这种错配在地方政府收入流稳定的条件下尚可维持,而一旦收入流降低就会出现较为严重的问题。这几年的情况恰恰是宏观经济趋冷导致地方政府土地出让收入和税收收入锐减。如图 21 所示,2016 年以来地方财政收入占 GDP 比重始终低于 10% 并持续走低,2024 年跌至 7.1% 的低点,且多数年份地方财政支出增速高于地方财

政收入增速。税收占 GDP 比重保持相同态势，2024 年跌至 10.2% 的历史低点；负债净额占 GDP 比重上升；综合财政结余占 GDP 比重 2024 年降至-3.01%。

地方政府的土地收益锐减,地方投资性支出萎缩。如图 22(下页)所示,地方政府性基金收入下降,从 2021 年 9.3 万亿元的高点降至 2024 年的 5.7 万亿元,接近 2017 年水平;2021 年后,地方政府基金性收入和土地出让收入长期保持负增长,增速持续下探,至 2024 年跌至-10%。2024 年,土地出让净收入 9 700 亿元,仅相当于 2021 年峰值时的一半。与此同时,土地出让收入占地方政府基金性收入比重仍保持在 84.9% 的高位,地方政府尚未找到新的收入来源。政府投资性支出减少,国家重大工程、基础设施建设、土地收益基金等支出同步降低。如图 23(下页)所示,地方城市基础设施配套费安排从 2020 年峰值时的 2 061 亿元跌至 1 174 亿元,跌幅高达 43%,接近 2017 年的水平;国有土地收益基金的支出从 2018 年峰值时的 1 660 亿元跌至 831 亿元,萎缩 50%,仅与 2012 年的水平相当。

地方债务规模居高不下,收支缺口巨大。如图 24 所示,财政收支差额不断扩大。中央财政

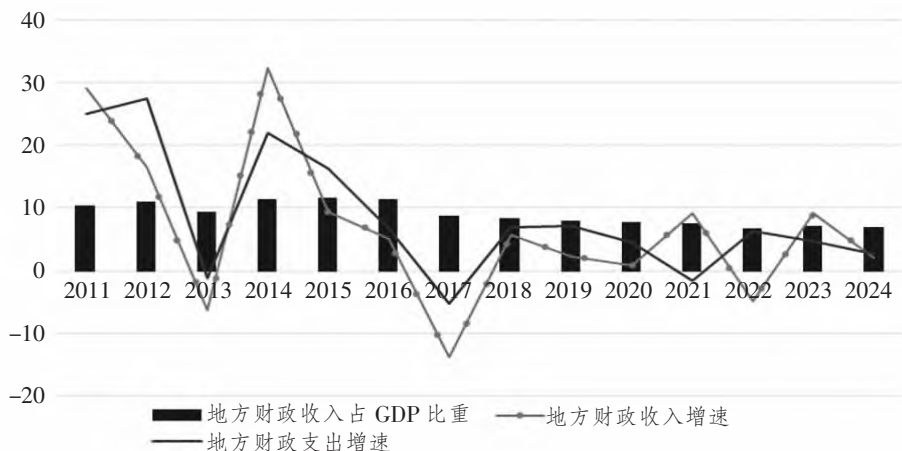


图 21 地方财政收支情况 (%)

数据来源:CEIC。

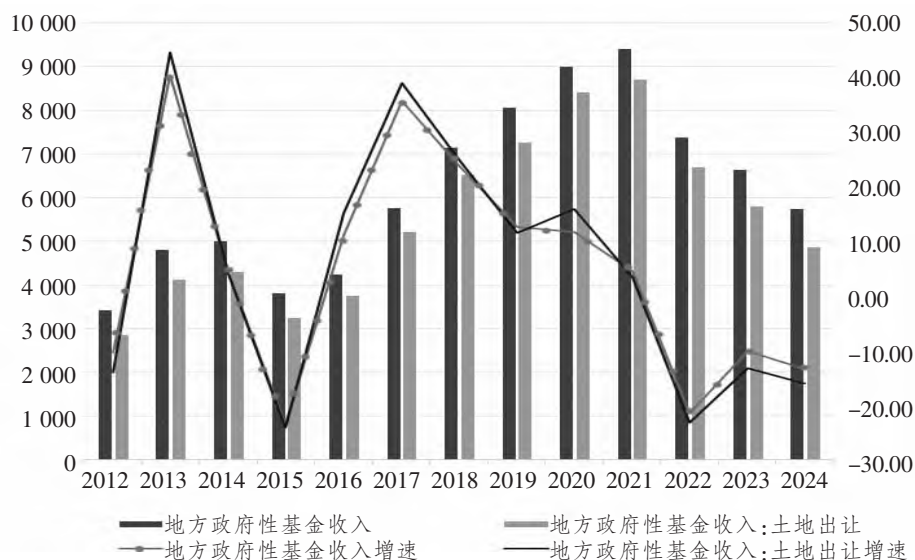


图 22 地方政府性基金收入与土地出让金收入(十亿元)

数据来源:CEIC。

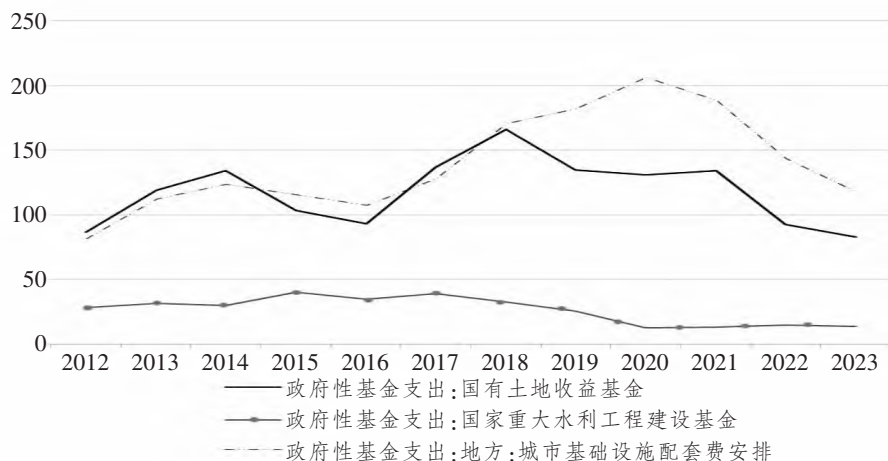


图 23 政府基金性支出(十亿元)

数据来源:CEIC。

收支差额持续保持正值,地方财政收支差额缺口逐年加大,从2012年的-4.3万亿元增加至2024年的-10.97万亿元。地方政府债务规模长期居高不下。据ACCEPT测算,2020年,地方政府债务总额达97.91亿元,与当年名义GDP规模大致相当;2024年,地方政府债务总额达171.59万亿元,达到名义GDP的127.19%。尽管2023年以来中央多轮化债政策显著抑制了地方政府债务快速扩张的趋势,但由于存量问

题,地方仍然面临较大的偿债压力(见图25,下页)。

在这样的大背景下,中央要求地方政府加大力度化解债务,地方政府债务偿还压力陡增。为筹集收入,地方政府不得不寻求新的收入来源,如要求企业补缴税款、拖欠企业工程账款、拖欠国家财政负担的人员工资等,导致非税收入占财政收入比重总体上升,2024年达21.7%,且非税收入增速整体明显快于税收收入增速。

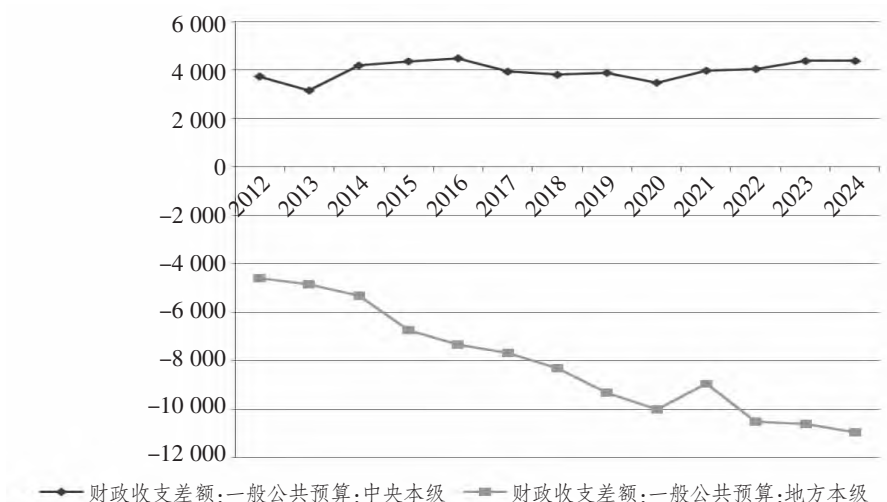


图 24 政府财政收支差额(十亿元)

数据来源:CEIC。

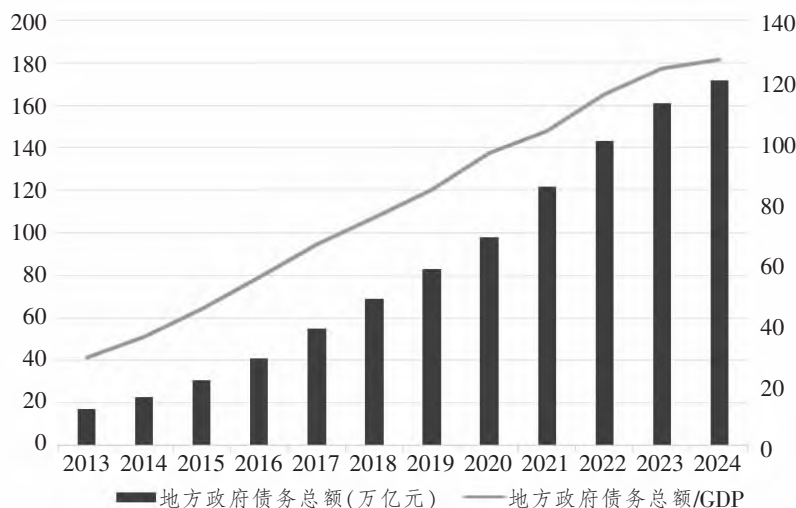


图 25 地方政府债务规模

数据来源:ACCEPT 测算。

2024 年,全国一般公共预算收入 21.97 万亿元,比 2023 年增长 1.3%。其中,全国税收收入 17.50 万亿元,比 2023 年下降 3.4%;非税收入 4.47 万亿元,比 2023 年增长 25.4%。财政收入的质量和稳定性问题凸显。与此同时,税收征管效率下降,如图 26(下页)所示,绝大多数年份税收征管效率小于 1,2024 年税收征管效率跌破 0.5,表明税收收入增长显著滞后于经济增长。

地方政府的这些做法虽然在短期内缓解了地方债务的偿还压力,却导致家庭和企业部门的资金大幅萎缩。而内需萎缩,会导致企业在产品和服务市场上所获得的利润减少。进一步地,地方政府从家庭和企业部门获得的财政收入持续下降,迫使其必须更强烈地“吸取”家庭和企业部门的资金,形成恶性循环。

尽管金融市场中始终具备较为充足的流动性,但地方政府“吸取”家庭和企业部门资金的行



图 26 税收收入与非税收入变动

数据来源:CEIC。

为使得家庭和企业部门无力开展投资,缺乏贷款意愿。而地方政府在存量债务和中央政府的“化债”要求下,也缺失举债开展新投资的能力。因此,流动性始终淤积在金融市场中,大量的金融资金并未在经济系统中充分“运转”起来。

为此,应建立长期需求侧管理的思维,通过实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,加强政府债务的存量管理,抓住化解地方债这个“牛鼻子”问题,疏通经济金融循环。

三、亟须从传统公共财政向现代公共金融的理念转型

畅通经济循环,推动经济重回潜在增长轨道,需要底层意义上的政策理念创新,即财政政策理念要从传统的公共财政转向现代公共金融。事实上,英文中 Public Finance 本来含义就是公共金融,以往翻译为公共财政既不准确,又对政策实践产生了误导。

与传统公共财政理念相比,现代公共金融发生了理念跃迁。

第一,传统公共财政认为财政与金融是独立的。财政主要管好政府的开支,与金融市场

运作相对是独立的。同样,金融部门也往往认为财政部门是独立的,与金融无关。金融部门的目标之一就是不让财政波动干扰金融市场。现代公共金融强调的则是,财政也要为金融市场提供服务,尤其是要为金融市场提供流动性最强、安全性最好的产品,即作为金融市场金字塔底座的国债。国债是任何现代金融市场运行都离不开的交易量最大、存量规模最大的底座金融产品,其收益率是其他金融产品定价的基准。国债也是调控货币供应量和基准利率、实施宏观调控的核心政策工具。在现代市场经济条件下,国债并非仅在国家财政紧张时才发行,在经济运行健康、国家财政实力较强时也可根据需要而发行,这样才能充分发挥其在优化经济结构、引导市场资金配置、维护金融市场稳定等方面的独特作用^[5]。

第二,传统公共财政强调短期的资金流量表意义上的收支平衡,国债仅是弥补赤字、实现短期资金平衡的补充工具,且发行国债后应通过增收节支尤其是通过节支尽快予以偿还。而现代公共金融理念则强调长期的存量资产负债表意义上的可持续性和平衡性。具体来说,现代经

济条件下基础设施等是长期发挥作用的,如果政府出于控制基础设施的目的,或者说特定时间段内出售价格无法弥补债务而不愿通过出售基础设施偿还对应的债务,那么,基础设施债务偿还义务也不应仅让当代人负担,而应该让后代人合理分担。也就是说,应该拉长偿还期限,降低债务利率。从具体操作上,可以由中央财政增发国债置换地方政府债务,也可以允许地方政府发行长期低息债^[6]。

从现代公共金融理念出发加以分析,中国目前国债存量规模占名义 GDP 比重远低于发达国家的水平,难以满足金融市场对安全资产的需求。基于对现代市场经济条件下国债性质的正确认识,增发并合理使用国债,不仅有助于中国合理把握化解政府债务的节奏、打通目前经济运行堵点,还有助于完善中国金融市场和宏观调控体系,推动国家治理体系和治理能力现代化。

中国扩大国债发行规模不仅是必要的,而且是可行的。中国目前增发国债有五重优势。一是高国民储蓄率和雄厚的中央政府净资产。2023年国民储蓄率达 44.3%,在全球主要经济体中居于前列;中央政府经营性国有资产占 GDP 的比重超过 50%,主权净资产规模庞大,据中国社会科学院国家金融与发展实验室测算,2017 年底中国主权净资产规模已达 101.8 万亿元,占名义 GDP 的比重为 124%,位居世界前列^[7]。二是较低的市场波动风险。与美国 29%、日本 12% 的境外投资者持有比例相比,中国国债的境外投资者持有比例仅为 6%,市场稳定性较强,远低于美国和日本。三是中国国债融资成本较低。10 年期和 30 年期国债收益率分别为 1.6% 和 1.9%,远低于其他发达国家的水平。四是中国国债规模相对较低且安全性较高。2024 年底中国国债占名义 GDP 比重仅为 25.6%,远低于美国 124% 和日本 216% 的水平。五是凭借中国的国家信用和当前较低的

金融资产收益率,国债具有较强的市场吸引力。

Koo 在总结日本经济停滞的教训时指出,当私人部门因为资产负债表衰退而削减需求时,政府财政应当成为总需求的最后提供者^[8]。Minsky 则指出,金融资产价格会影响实体经济的周期,也即金融资产负债表的“存量”影响经济发展的“流量”^[9],这与我们所提出的地方债务存量抑制实体经济发展的观点不谋而合。当前,中国经济增长乏力的主要原因,恰恰是地方政府一定意义上陷入资产负债表型衰退,亟须中央财政统筹、腾挪,助力地方政府摆脱困境,让经济增长引擎重新启动并顺畅运转。国债正是这把解开经济困局、重启经济循环强劲引擎的金钥匙。首要任务是通过加强政府债务的存量管理,加大国债发行规模,以置换地方债,从而有效启动并畅通国内经济大循环。从短期来看,此举能够释放地方政府的财政活力,盘活存量资金,扩大内需市场;从长期来看,国债发行将有助于化解地方债和房地产的历史包袱,减轻财政压力,为经济高质量发展创造轻装上阵的有利条件^[10]。从长期看,可以更为合理地在代际分配偿债压力,并为形成与现代化国家相适应的金融市场提供基座产品。

四、畅通经济大循环的一揽子建议

要充分认识到当前经济运行问题的严峻性,以价格指数逆转为正、就业状况大幅改善作为近期的主要观察指标,加大政策支持力度。2025 年下半年应实施足够力度的更加积极的财政政策,只有这样才能与适度宽松的货币政策相配合,让适度宽松的货币政策真正发挥作用,并避免货币政策单兵突进效果有限且易积聚金融风险的问题,最终形成最大的政策合力,将中国经济增速重新推回应有的潜在水平。

(一) 中央发行 30 万亿元国债置换地方债

中央政府可在不增加总体宏观杠杆率的前提下,通过优化债务结构、加强存量债务管理,有

效改善负债主体错配问题并降低整体利息支出。具体而言,中央政府可采取以下措施:一是大幅增加地方政府再融资专项债额度,利用期限更长、利率更低的新债券置换存量短期高息债务;二是由中央政府统一发行超长期特别国债,用于置换地方政府存量债务,并明确分省额度,同时提供利率担保,使中央政府成为实际负债主体,从而在全国范围内形成统一、可交易的国债市场。

具体而言,建议中央政府发行 30 万亿元超长期特别国债,用于置换地方政府存量债务。假设地方政府存量隐性债务利率为 5%,而国债利率仅为 1.9%,每年可节省利息支出约 9 300 亿元,这将为地方政府额外释放 1 万亿元的财政空间。此举不仅有助于激发经济活力,还将推动我国迎来一个经济发展的黄金期。假设未来 10 年我国名义 GDP 年均增长 6%,由于国债利率显著低于名义 GDP 增速,国债占 GDP 比重将逐步下降,增发国债的财政负担也将随时间逐步减弱。

(二)消化房地产库存,盘活房地产市场

要适应中国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,取消房地产市场的限购措施,为构建房地产发展新模式奠定更能反映市场供求关系的体制基础。

中央政府可通过发行特别国债设立住房政策银行,为应对房地产市场下行压力提供一条可行路径。住房政策银行重点支持地方政府以统购方式收储部分存量住房和土地资源,不仅有助于缓解房地产库存压力,还能增加地方财政收入,推动住房保障体系建设。

根据第七次全国人口普查数据测算,保障性住房的总需求约为 4 490 万套,而当前供给仅 3 404 万套,存在约 1 086 万套的供需缺口,对应的投资规模缺口约为 7 万亿元。与此同时,2024 年全国商品房待售面积超过 7 亿平方米,按全国二手房平均价格 9 421 元/平方米计算,当前库

存总货值约为 6.5 万亿元。若按市场价格的 60% 进行收储,消化上述库存大约需要 3.9 万亿元资金。为此,中央政府可通过发行约 4 万亿元的特别国债,专项支持地方政府开展存量住房收储工作。通过“以购代建、以租代售”的方式,既可有效缓解库存积压问题,又能弥补当前保障性住房建设缺口。这一政策举措有望实现“去库存”和“补短板”的双重目标,推动房地产市场实现软着陆,同时助力构建更加均衡、可持续的住房供给体系。

(三)快速消化过剩产能,解决“内卷”问题

借鉴其他国家的经验,并总结中国一些行业控制产能水平的经验,采取有效措施消化过剩程度严重行业的部分产能。例如,2020 年 5 月,云南省人民政府办公厅发布《关于推进全省煤炭行业整治工作的意见》,对煤炭行业退出机制进行了调整和细化。该政策新增了直接退出条件,同时允许符合条件的煤矿通过整合重组保留运营。政策明确,省级财政将对合法合规、主动退出的煤矿按产能给予一次性补偿,标准为 100 元/吨;而参与整合重组或被列入限期开采范围的煤矿则不予补偿。这种差异化政策机制体现了“应退尽退、应整尽整”的导向,既鼓励落后产能有序退出,又推动行业集中度提升和资源优化配置。这一地方实践为全国范围内推动产业重组提供了有益参考。

中央政府可通过发行 1 万亿元特别国债,设立过剩产业重组基金,推动钢铁、汽车等相关行业的重组和整合。此举旨在整治“内卷式”竞争,推动企业进行产能置换和升级,加快淘汰落后和低效产能,畅通低效、无效企业的退出渠道。同时,通过政策引导,支持真正有实力的企业发展壮大,促进不具备市场竞争力的企业有序退出,从而提高产业集中度和资源配置效率。

(四)加大扩内需支持政策力度

应围绕扩内需清理对居民商品消费诸多不合理的购买和使用限制,取消或简化服务消费

的不合理审批,释放消费潜力。

中央政府可发行国债以促进国内经济大循环,如推进大规模设备更新和消费品以旧换新等。与西方国家的财政扩张不同,中国的财政刺激机制具有独特优势:通过经济发展带动的流转税增加,在较短时间内覆盖债务成本,形成低成本的财政刺激模式。

具体而言,在中国以流转税为核心的财税体制下,支持“设备更新和消费品以旧换新”(简称“两新”)等政策的财政投入,不仅通过乘数效应拉动GDP增长,还能在商品和服务的流转过程中实现税收反哺。在较短时期内,财政收入的增量可在很大程度上覆盖利息支出,形成“财政投入—经济增长—税收补偿”的闭环机制,从而显著降低扩大内需的财政支出成本。经测算,大规模设备更新政策的乘数效应在3至4倍之间,中位值约为3.5倍;消费品以旧换新政策的乘数效应在2至8倍之间,中位值约为4倍。

2025年上半年内需的增长,与政策支持有很大关系,但是内需的内生增长动力仍没有恢复,如果支持政策过早退出,甚至支持政策力度不足,后续都将导致内需快速滑坡。为此,建议中央政府发行1万亿元超长期特别国债,专项支持“两新”政策。在4倍乘数效应的前提下,预计可拉动4万亿元GDP增长,并带来4000亿元的流转税收入。税收增量可有效覆盖利息支出,从而显著降低实际财政成本。

(五)找准突破口推进转移人口市民化,加大“投资于人”的力度

目前政策讨论中强调推进近3亿农业转移人口市民化,并未全面反映该问题的全貌,也没有找准解决问题的突破口。按照第七次全国人口普查数据,中国跨省人户分离和省内跨地市人户分离人口规模达到3.7亿人,这比通常所说的农业转移人口规模多出7000多万的城镇户籍转移人口。这些人其实也需要市民化,而且更有条件率先实现市民化,因为这些人口市民

化不涉及如承包地、宅基地之类的涉农重大法律和利益关系问题。率先实现这些城镇转移人口的市民化,将很快增加几千万中等收入人群,国内经济循环的局面将大为改观。为此,要改革财政体制,实现钱随人走,提高人口流入地为新市民提供公共服务的积极性和能力。

中央政府可通过发行国债专项资金,加大对人力资本的投资力度,重点围绕教育、技能培训、户籍制度改革和基本公共服务均等化等领域,扶持“两类人”——青年人才与新市民(外来务工人员)。

具体而言,国家层面可通过发行长期专项国债,引导资金用于新设或扩建地方高水平高校、职业院校和科研平台,推动“教育—科研—产业”一体化布局。例如,宁波东方理工大学正是这一战略的典型实践。宁波在创办大学过程中务实创新,不完全依赖财政单一出资,而是引入社会资本共建共享,显著提升了资金使用效率。若配套专项国债支持此类教育基础设施投资,不仅可加快建设周期,更能形成科研团队、技术成果、本地人才的集聚效应,加速产业转型升级。

此外,中央政府可以通过每年发行1万亿元规模的专项国债,连续发行10年,定向支持人口流入地政府,重点推进外来人口随迁子女教育资源配置和基本公共服务均等化建设。具体而言,这一政策将着力保障外来人口随迁子女平等享有入学的基本权益,同时加大在基本医疗、社会保险、育儿保障和租赁住房等领域的公共服务投入。预计经过10年的持续实施,这一政策将推动1亿外来务工人员实现市民化,有效促进人口流动与城市发展的良性互动。以宁波市为例,过去几年每年财政投入的约10%用于“外来工市民化”,人均投入约15万元。若通过专项国债加大此类投入,将有助于缓解地方财政短期压力,带动中长期消费增长、生产效率提升和税基扩大,形成“投资—消费—税收”的良性循环,进

进一步增强城市综合竞争力和人口吸引力。

当前,地方政府对教育投资的积极性较高,从长远来看,教育投资不仅能够提高 GDP 增速,还能带来可观的财政收益。尽管近年来大学生就业面临困难,但我们认为这一局面主要是由于短期经济下行和循环不畅所致,不能因短期问题影响长期决策。根据吴舒钰、李稻葵和厉克奥博^[1]的研究测算,1978—2020 年,中国全社会每增加 1 单位教育投资带来的长期经济增长回报为 20.7%,宏观教育回报率较高。目前,中国高中、大学和研究生阶段的宏观教育回报率分别为 27.1%、20.9%和 21.6%,显著高于 2019 年 IMF 所测算的中国物质资本投资回报率(5%)。未来若每年增加教育经费投入,使高中、大学和研究生阶段的毛入学率年均增加 1%,则财政投入的净税收收益可分别达到 7%、5%和 5%。可见,推动基础教育普及尤其是高中阶段教育全面普及,将产生更为显著的宏观经济增长效应和财政收益。

五、结语

2025 年上半年中国经济出现了一些可喜的企稳向好迹象,但也存在不少突出的问题,背后的原因在于居高不下的地方债存量规模超过地方政府财政税收承受能力,在化债压力下地方政府不得不加大力度向企业和居民部门筹集财政收入,抑制了企业和家庭部门的积极性;同时,地方政府还债资金集聚于金融部门,而金融部门又无法将这些资金投向企业和家庭部门。解决这些问题需要底层政策理念从传统公共财政转向现代公共金融,采取一揽子政策,推动中国经济尽快走出当前“气滞血瘀”的状态,畅通经济大循环,迈入高质量、中高速发展的新周期。 **Reform**

参考文献

[1]清华大学中国经济思想与实践研究院(AC-

CEPT)宏观预测课题组.基建融资错配与“重生产轻消费”下的经济运行态势分析——展望中国经济增长新周期[J].改革,2025(1):1-15.

[2]BLANCHARD O J, SUMMERS L H. Hysteresis and the European unemployment problem [J]. NBER Macroeconomics Annual, 1986(1): 15-78.

[3]邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022(4):42-60.

[4]李稻葵,张鹤.中国地方政府债务规模研究[J].财贸经济,2024(12):5-21.

[5]汪洋,张伟,刘腾华,等.国债在财政政策与货币政策协调配合中的功能作用[J].财政科学,2025(1):16-28.

[6]清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)宏观预测课题组.激发地方经济活力 推动经济持续向好——中国宏观经济形势分析与 2024 年下半年展望[J].改革,2024(7):1-20.

[7]张晓晶,等.中国国家资产负债表 1978—2022: 改革开放以来中国经济的伟大变迁[M].北京:中国社会科学出版社,2024.

[8]KOO R C. The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan's great recession [M]. Revised Edition. Wiley, 2009.

[9]MINSKY H P. Stabilizing an unstable economy [M]. New York: McGraw-Hill, 2008.

[10]清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)宏观预测课题组.“防过冷”:宏观经济治理的基础任务——2023 年上半年中国经济形势分析与下半年经济发展展望[J].改革,2023(6):54-72.

[11]吴舒钰,李稻葵,厉克奥博.教育回报率显著高于资本回报率的实证分析——基于 1978 年以来我国宏观教育回报率的测算[J].教育研究,2024(3):111-124.

Smooth the Circulation of the National Economy: Shifting from Traditional Public Finance to Modern Public Finance —Analysis of the Economic Situation in the First Half of 2025 and Economic Outlook for the Second Half of the Year

Academic Center for Chinese Economic Practice and Thinking, Tsinghua University

Abstract: In the first half of 2025, there were some encouraging signs of stabilization and improvement in the Chinese economy, but economic growth rate remained below potential levels. The Chinese economy is running with "qi stagnation and blood stasis", and the high local debt exceeds the fiscal and tax capacity of local governments. Under the pressure of debt reduction, local governments have increased their efforts and distorted their actions in raising fiscal revenue from enterprises and residents, which has suppressed the enthusiasm of enterprises and household departments. At the same time, local government debt repayment funds are concentrated in the financial sector, which is unable to invest these funds in the corporate and household sectors. The key to policy lies in achieving a conceptual shift from traditional public finance to modern public finance. Traditional public finance calculates current accounts, focusing on short-term fiscal balance, issuing debts when short-term funds are insufficient, and expecting to repay them in the short term. The modern public finance concept believes that the government needs to provide the financial market with the best liquidity and highest credit rating treasury bond as the base of the financial market pyramid, so as to consider and solve financial and fiscal problems as a whole. The government should consider the issuance of treasury bond from the balance sheet reflecting the stock, not just from the statement of capital flow of each period. The government should aim for long-term rather than short-term balance of income and expenditure. China currently has good conditions for large-scale issuance of treasury bond. Based on these considerations, we put forward a package of proposals, including issuing 30 trillion treasury bond to replace local bonds, accelerating the digestion of real estate inventory, digesting excess production capacity, intensifying the policy of expanding domestic demand, intensifying investment in people and continue to vigorously promote the urbanization of migrant populations. If these policies are implemented, the Chinese economy is expected to emerge from the current state of "qi stagnation and blood stasis" and enter a new cycle of high-quality, medium to high-speed development.

Key words: national economic cycle; traditional public finance; modern public finance; high-quality economic development

(责任编辑:罗重谱)