

提升地方政府促增长能力， 推动经济回归潜在增速

——2026 年上半年经济形势分析与下半年展望

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：当前中国经济总体保持增长态势，但内需不足与下行压力仍较为突出，呈现外需强于内需、生产强于消费、供给扩张快于需求恢复的特征。从住户、非金融企业和广义政府三部门资产负债表出发，分析国内经济循环不畅的形成机制。研究发现，住户部门净资产总体稳定，但消费倾向下降、储蓄偏好增强；非金融企业部门流动性较为充裕，但投资意愿持续偏弱；广义政府部门资产规模较大，但可变现资产不足、偿债压力上升，新增融资难以有效转化为公共支出和实体需求。进一步测算表明，扣除债务还本付息后的实际财政支出占 GDP 比重明显下降，地方政府发展能力受到制约。为此，应出台包括稳定房地产市场、推动地方债务结构重组、扩大有效需求和改善公共服务在内的一揽子政策，发挥中央信用作用，缓解地方政府偿债压力，恢复其投资于人和促进经济发展的能力，同时强化预算约束，推动地方政府的行为重心由被动化债向主动谋发展转变。

关键词：宏观经济；国内经济循环；地方政府财政；投资于人

中图分类号：F124 **文献标识码：**A **文章编号：**1003-7543(2026)07-0087-22

2026 年是“十五五”开局之年，上半年国民经济总体保持增长，但内需不足、投资收缩、居民消费倾向下降以及市场预期偏弱等问题仍较为突出。本文对 2026 年上半年中国宏观经济运行状况进行系统分析，发现中国经济运行的基本特征和主要矛盾并未发生根本性变化，外需强于内需、生产强于消费、供给扩张快于需求恢复的结构性特征依然存在。在我们以往的宏观经济分析报告的基础上，本文进一步将分析视角拓

展至住户、非金融企业和广义政府三部门资产负债表，揭示国内经济循环不畅的形成机制。具体而言，住户部门净资产总体稳定，但消费倾向下降、储蓄偏好增强；非金融企业部门流动性较为充裕，但投资意愿持续偏弱；广义政府部门资产规模较大，但可变现资产不足、偿债压力上升，新增融资难以有效转化为公共支出和实体需求。据此，本文提出稳定房地产市场、优化地方债务结构、扩大有效需求和改善公共服务等一揽子政

课题组组长：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首席研究员。**课题组成员：**吴舒钰、李冰、陆琳、郭美新、黄张凯、龙少波、冯明、伏霖、徐翔、石锦建、金星晔、陈大鹏、张驰、张鹤、郎昆、侯韞韬、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；李雅萍，清华大学中国经济思想与实践研究院研究助理；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。

策建议。

一、当前经济下行态势亟须扭转

2026年上半年,中国经济总体保持增长态势,但经济下行压力仍然存在。2026年上半年GDP同比增长4.7%,虽然处于全年预期目标区间附近,但较2025年同期的5.3%和2024年同期的4.9%有所回落。

从经济运行结构看,当前中国经济呈现外需强于内需、生产强于消费、供给强于需求的特征。一方面,工业生产和出口保持较强韧性,对经济增长形成重要支撑;另一方面,居民消费增长放缓、民间投资意愿不强、房地产投资持续处于调整阶段,内需扩张动力仍然偏弱。经济增长更多依赖外部需求和供给端支撑,而需求侧恢复相对滞后,导致经济运行出现总量增长与市场主体感受不一致、宏观数据与微观预期存在温差的现象。

尤其需要警惕的是,对于处于现代化建设关键阶段的发展中大国而言,经济增长不仅影响短期就业、企业盈利和财政收入,更关系长期发展能力、科技创新投入以及综合国力提升。从世界近代以来主要追赶型国家的发展经验看,无论是英国超越荷兰、美国超越英国等成功案例,还是德国、日本和苏联等追赶受挫案例,都表明保持较快经济增长是实现现代化和提升国际竞争力的重要条件。若经济增速长期下行,尤其是名义增速持续偏低,往往会通过降低投资回报、削弱就业创造能力、压缩财政空间和弱化社会预期等渠道,对经济发展产生负面影响。

当前,我国正处在向2035年基本实现社会主义现代化迈进的关键阶段,经济发展仍有较大潜在增长空间^[1]。如何稳定并扩大消费需求、激发企业投资活力、推动经济回归较高质量且较快增长轨道,不仅关系短期经济运行,更关系中国式现代化目标的顺利实现。基于此,本文从生产端、需求端、居民端、宏观政策环境四个维度,对

2026年上半年中国宏观经济运行状况进行系统分析。

(一)生产端:供给总体充裕,但需求不足对生产体系的负面影响日趋严重

2026年上半年,我国生产端总体保持增长态势,工业和服务业运行总体稳定,显示出较强的供给能力和产业韧性。全国规模以上工业增加值同比增长5.4%,服务业生产指数同比增长4.7%。工业体系完整、产业链配套能力较强、技术进步长期持续,仍然构成中国经济的重要优势。然而,从结构层面看,生产端已经呈现明显的分化特征。高技术制造业和装备制造业继续保持较快增长,高技术制造业增加值同比增长13.3%,装备制造业同比增长9.3%;工业机器人、3D打印设备和锂离子电池等新兴产业产品产量保持较快增长,反映出产业升级和技术进步仍在持续推进。与此同时,大量企业采购经理人指数(PMI)长期低于荣枯线,盈利能力出现下滑。2026年1—5月规模以上企业利润虽同比增长18.8%,但盈利企业多集中于产品价格受国际影响而上涨的采矿业、有色金属冶炼加工业,以及计算机通信和电子设备制造业。这些行业的营收和资产约占所有规模以上工业企业的22%,用工人数占比不到20%,因而并不能反映工业企业总体经营状况。剔除上述三个行业,其他企业的利润同比下降27.7%,表明增长动力更多集中于少数优势行业,生产端内部呈现较为明显的结构性分化。

更值得关注的是,生产扩张与需求不足之间的不平衡正在加剧。制造业PMI数据如图1(下页)所示,多数月份生产指数持续高于新订单指数,表明企业生产活动扩张速度快于市场需求增长速度。在需求恢复不足的背景下,企业通过扩大生产维持市场份额,但终端需求增长相对缓慢,导致库存压力和产能利用率压力有所上升。这意味着生产能力不再是制约增长的主要因素,总需求不足正在成为影响企业经营和经济循环

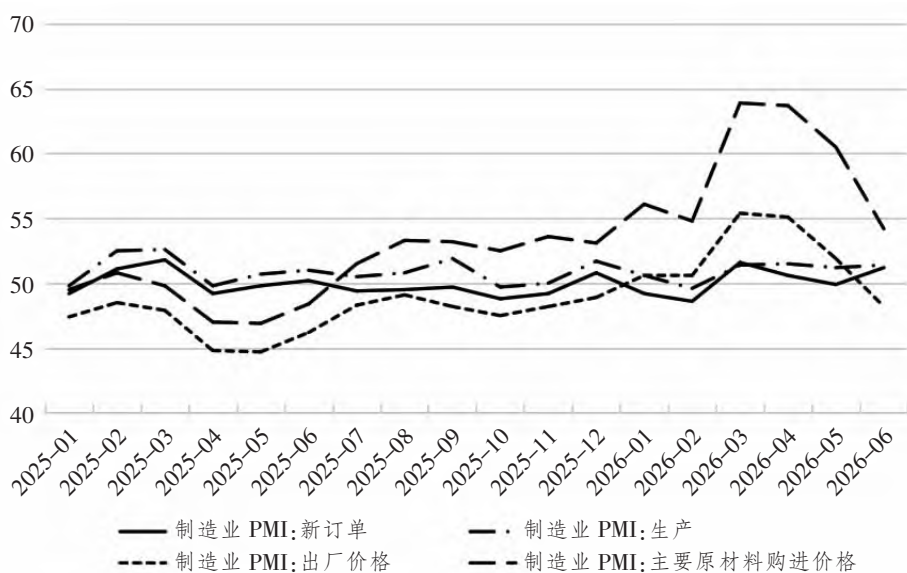


图1 制造业 PMI 指数及其分项

数据来源:国家统计局。

的重要瓶颈。

价格指标进一步印证了这一判断。生产者价格指数的上涨主要由原材料驱动,2026年6月全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨4.1%,其中采掘、原材料及加工工业等生产资料价格同比增长5.5%,生活资料价格同比却下降了0.9%。2026年初以来,PMI购进价格指数与出厂价格指数之间的差距持续扩大,反映出部分企业面临原材料成本上升而产品价格难以上涨的局面。在市场竞争加剧和需求不足的背景下,企业较难将成本压力向下游传导,利润空间受到挤压。尤其是中下游制造业和中小企业,其经营压力明显高于大型企业和优势行业。利润率下降不仅会影响企业当期经营,还会削弱企业未来扩大投资和推动技术创新的能力。

总体来看,当前中国经济生产端的主要特征不是供给不足,而是供给能力总体充裕背景下出现的结构性分化和需求约束。高技术产业和优势企业继续扩张,但部分传统行业、中小企业和民营企业仍然面临较大压力。生产端所反映出的问题,本质上是总需求不足导致经济循环不

畅。这也意味着,未来稳定经济增长的关键不在于进一步扩大供给,而在于有效扩大需求、改善预期和畅通经济循环。

(二)需求端:消费与投资同步收缩,内需不足成为当前经济运行的核心约束

与生产端仍保持一定韧性相比,需求不足已成为当前中国经济面临的最突出矛盾。从消费、投资、房地产到价格水平,多项指标均显示总需求恢复明显滞后于供给扩张。尽管出口增长对经济运行形成重要支撑,但外部需求难以从根本上替代国内需求。当前经济运行的主要压力已经不再来自生产能力不足,而是来自需求增长持续偏弱所导致的经济循环不畅。

1.消费需求增长乏力

消费是观察内需状况最直接的窗口。社会消费品和服务零售总额2026年上半年同比增长2.7%,其中约占总零售60%以上的商品零售同比增长1.1%。消费价格走势侧面印证了消费需求恢复不足。2026年上半年居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.0%,核心CPI上涨1.2%,整体仍处于较低水平。价格水平长期低位运行,

表明消费需求扩张尚未形成足够力度,居民部门仍处于相对谨慎的支出状态。

从消费结构看,本轮消费疲弱主要表现为耐用品消费和可选消费不足。2026年上半年食品饮料、服装等基本生活类消费仍保持增长,但汽车消费同比下降12.6%,显著拖累整体零售增长。与此同时,专业店、百货店和品牌专卖店零售额继续下降,反映出居民对于可选消费、升级消费和大额消费支出仍然保持谨慎态度。耐用品消费对宏观经济的稳定具有重要意义。汽车、家电、家具等耐用品零售额占商品零售总额的比重接近30%。此外,耐用品消费单笔金额较大、产业链条较长,对宏观经济的带动作用远高于一般商品。耐用品消费持续偏弱,不仅直接拖累社会消费品零售总额增长,还会通过影响制造业、房地产后周期行业以及相关服务业,形成放大效应,影响整体经济发展。

与商品消费形成对比的是,我国的服务消费仍保持韧性。2026年上半年服务零售额同比增长5.3%,明显高于商品零售额1.1%的增速,餐饮、文旅、信息服务等领域继续保持增长。从长期趋势看,随着居民收入水平提高和消费结构升级,我国消费结构正在由商品消费主导逐步向商品消费和服务消费并重转变,服务消费占居民消费支出的比重持续上升。服务消费的较快增长在一定程度上缓冲了商品消费下滑对总消费的冲击,然而尚不足以完全抵消商品消费特别是耐用品消费的疲弱,内需恢复的基础仍有待巩固。

2.投资持续收缩,成为当前经济增长的最大拖累因素

投资已经成为当前经济增长最主要的拖累因素。2025年全国固定资产投资同比下降3.8%,是改革开放以来首次出现持续性的全年投资负增长。2026年上半年,固定资产投资同比下降5.7%。对于一个仍处于现代化建设进程中的发展中大国而言,投资连续负增长是不利的。

宏观政策持续强调扩大有效投资,财政、金融和产业政策均保持稳投资导向,但投资增速仍持续下滑,这说明当前投资疲弱并非政策主动收缩所致,而是市场主体投资意愿不强所导致的内生性调整。

从投资结构看,房地产仍然是投资下行的主要拖累因素。2026年上半年,房地产开发投资同比下降18%,房屋新开工面积下降23.4%,竣工面积下降23.7%,企业到位资金下降20.2%,其中国内贷款和个人按揭贷款分别下降31.7%和24.9%。从销售、融资到开发投资,房地产行业仍处于深度调整阶段。更严峻的是,投资疲弱已不再局限于房地产领域。扣除房地产开发投资后,固定资产投资仍同比下降2.7%;基础设施投资下降2.4%,制造业投资下降1.2%,民间投资下降8.5%,且降幅持续扩大。这意味着投资需求收缩已经从房地产行业向更广泛领域扩散。

民间投资持续低迷尤其值得关注。长期以来,民间投资被视为市场主体信心和经济预期的重要风向标。当前民间投资降幅明显大于整体投资降幅,反映出企业部门对于未来需求增长、盈利前景和投资回报率的预期仍然偏弱。在需求不足、价格低迷和部分行业产能利用率下降的背景下,企业普遍倾向于维持现金流和修复资产负债表,而非扩大资本开支。这意味着当前投资不足不仅是融资约束问题,更是投资回报预期下降背景下的意愿约束问题。在这种情况下,虽然新质生产力相关领域继续扩张,高技术产业投资和知识产权产品投资分别保持4.5%和9.3%的增长,但从规模和带动辐射效果上看,新兴产业投资尚不足以完全弥补房地产和传统产业投资收缩形成的缺口,难以改变整体投资需求偏弱的局面。因此,投资意愿不强正在成为制约需求扩张和经济增长的重要因素,也是当前宏观经济运行面临的核心挑战。

3.出口保持较强韧性,外需维持增长

与消费和投资持续偏弱形成鲜明对比的

是,2026年上半年我国外贸继续保持较快增长,成为支撑经济增长的重要力量。从需求结构看,当前中国经济发展面临的主要矛盾并非外需不足,而是内需恢复滞后。在国内需求偏弱的背景下,外贸的稳定增长在一定程度上缓冲了内需收缩对经济增长的冲击。

2026年上半年,我国货物进出口总额(以人民币计)同比增长16.9%,5月份同比增长24.2%,显著高于消费和投资增速。2026年上半年,我国出口增长13.4%,进口增长22.1%,均保持较快增长态势。2026年第一季度货物和服务净出口拉动GDP增长0.8%^①,对GDP增长的贡献率为15.3%^②。从国际比较看,在全球经济增长仍然偏弱、地缘政治风险持续存在的背景下,这一增速体现出我国外贸体系较强的竞争力和韧性。

从出口结构看,我国外贸竞争力继续向技术密集型和高附加值领域升级。2026年上半年,机电产品出口达到9.36万亿元,同比增长20.1%,占出口总额的63.5%。高端装备、电子信息产品、新能源相关产品等领域持续保持较强竞争优势,表明中国出口增长已经越来越多地依赖产业升级和技术进步,而非传统成本优势。这意味着中国制造业在全球产业链中的地位并未削弱,反而在部分领域继续提升。从进出口结构看,进口增速明显快于出口增速,也表明国内生产体系仍然保持较强活力。设备、关键零部件以及部分中间产品进口增长较快,反映企业生产活动和产业升级需求仍然存在。进口增长并未呈现典型需求衰退时期的收缩特征,这说明当前经济问题主要集中于终端需求不足,而非整个经济体系陷入全面收缩。

虽然贸易数据亮眼,但值得警惕的是,在全球经济增长仍然偏弱、地缘政治风险持续存在的背景下,我国货物进出口规模稳步扩张和顺差积累可能会增加全球贸易收支结构性失衡的风险,成为引发国际经贸摩擦、招致贸易伙伴报复的重要诱因,暗藏着发展隐患。

国际环境的不确定性需要我国转变对外经济合作思路,将与各国的关系逐步从传统以货物进出口为主的贸易伙伴国,转型为贸易和投资并重的双重伙伴国。由于全球产业链的发展和分工深化,原材料、零部件和半成品等中间品贸易在国际贸易中的占比已超过一半。以产业布局、资本输出、产能共建为核心的投资伙伴国必然会成为贸易伙伴国。从“单向贸易”到“贸易投资双向共生”的高质量转变,打破了单一贸易模式的发展瓶颈,将成为中国对冲贸易摩擦、深化市场多元化战略的核心路径,有利于构建互利共生、长期稳定的新型国际经贸关系,为中国外贸可持续发展提供坚实支撑。

(三)居民端:收入增长持续放缓,就业压力不断积累

从宏观层面看,当前中国经济面临的主要矛盾是需求不足;从微观层面看,需求不足的背后则是居民收入增长放缓、就业预期转弱以及消费倾向下降。居民部门既是消费需求的最终来源,也是社会稳定的重要基础。就业和收入状况的变化不仅影响短期经济运行,还直接关系社会预期和长期发展信心。

1.就业总体保持稳定,但结构性压力持续积累

从总体数据看,当前就业形势仍然保持基本稳定。2026年上半年全国城镇调查失业率平均为5.2%,6月降至5.0%,31个大城市城镇调查失业率同步改善,说明宏观层面尚未出现大规模失业风险。然而,总量平稳并不意味着就业压力已经缓解。当前就业市场最大的特点是结构性矛盾突出。2026年高校毕业生规模预计达到1270万人,而传统吸纳就业能力较强的房地

①数据来源: https://www.stats.gov.cn/xgk/jd/sjjd2020/202604/t20260417_1963347.html。

②国务院新闻办举行新闻发布会时提到内需对经济增长的贡献率为84.7%,因而外需的贡献率为15.3%。 <http://www.scio.gov.cn/live/2025/35728/qwxz/202504/P020250417358801280218.pdf>。

产、建筑业及相关产业链仍处于深度调整阶段,民间投资持续负增长,导致新增就业岗位增长明显放缓。就业市场供给持续增加与需求增长不足之间的矛盾正在加剧。

与此同时,灵活就业已成为吸纳就业的重要渠道。根据人力资源和社会保障部数据,目前我国灵活就业人员已超过2亿人,占城镇就业人口的约1/3;平台经济从业人员超过8000万人。灵活就业在缓解显性失业方面发挥了积极作用,但其收入波动较大、职业稳定性较弱、社会保障覆盖不足等问题日益突出。特别是在房地产、建筑业等传统就业吸纳行业持续调整的背景下,相当部分劳动力转向网约车、外卖配送、直播电商等灵活就业领域,实现了从失业向就业的统计转换,却未必实现了收入水平和就业质量的同步提升。

近年来就业市场面临的压力并未完全体现为调查失业率上升,而是更多表现为就业质量下降、收入稳定性减弱。就居民而言,影响消费决策的并不仅仅是是否拥有工作,更是未来收入是否稳定、职业发展是否可持续。当就业不确定性上升时,即使失业率保持稳定,居民仍可能增加预防性储蓄、减少大额消费支出。因此,就业质量变化已经成为理解当前消费恢复偏弱和内需不足的重要微观基础。

2.居民收入增长放缓,消费倾向持续下降

就业压力最终会反映到居民收入和消费行为上。2026年上半年,全国居民人均可支配收入22981元,同比名义增长5.2%,实际增长4.2%,均低于2025年同期水平。虽然收入仍保持增长,但增速放缓趋势较为明显。从结构上看,农村居民收入增长继续快于城镇居民,城乡收入差距有所缩小;居民收入中位数增速略快于平均数增速,说明收入分配状况有所改善。但这些积极变化,尚不足以改变居民收入增长整体放缓的趋势。

更值得关注的是收入增长与消费增长之间

出现明显背离。2026年上半年,全国居民人均消费支出同比增长3.7%,明显低于同期5.2%的收入增速;实际消费支出增长2.7%,也低于实际收入增速4.2%。这意味着,居民新增收入并未充分转化为消费支出,而是更多转化为储蓄积累,这反映出居民边际消费倾向正在下降。居民并非完全缺乏消费能力,而是在收入增长放缓、就业预期不稳定以及资产价格调整的背景下,更倾向于增加预防性储蓄。消费意愿不足已经逐渐成为制约消费增长的重要因素。值得注意的是,居民收入增长放缓与消费倾向下降之间可能形成相互强化的循环。一方面,收入增长放缓抑制消费需求;另一方面,消费需求不足又会进一步影响企业经营、投资扩张和就业创造能力,从而反过来制约收入增长。这种循环如果持续存在,将成为内需恢复的重要障碍。

对于一个拥有14亿人口的发展中大国而言,就业和收入不仅是经济问题,还是社会问题。保持较快经济增长、创造充足高质量就业岗位、稳定居民收入预期,不仅是扩大内需和畅通经济循环的需要,还是维护社会长期稳定的重要基础。因此,在当前宏观经济治理中,应将稳就业、稳收入、扩内需放在更加突出的位置,通过改善居民收入预期和增强发展信心,推动经济形成消费扩大、企业投资增加和就业改善相互促进的良性循环。

(四)宏观政策环境:政策力度加大,但预期和体制特征阻滞了政策向需求侧的传导

面对经济增长放缓和内需不足压力,2026年以来宏观政策总体延续积极财政政策和适度宽松货币政策取向。从政策力度看,无论是财政扩张规模还是货币宽松程度,均已达到近年来较高水平。然而,经济运行并未出现预期中的强劲反弹,反映出当前中国经济面临的主要矛盾已由传统的资金供给不足逐步转向有效需求不足,而社会对宏观经济发展的预期以及一直以来重投资、重项目的激励机制使得宏观刺激较难向需求

侧传导。

1.财政政策力度加大,但创造新增需求的能力减弱

2026年财政政策总体延续积极取向。从全口径政府债务安排看,中央财政赤字、地方政府专项债、超长期特别国债以及特别国债补充国有大型商业银行资本等项目合计规模接近12万亿元,处于近年来较高水平。

从预算执行情况看,2026年1—5月全国一般公共预算支出同比增长0.8%,其中中央本级财政支出增长6.5%,地方财政支出下降0.1%,呈现明显的中央加力、地方承压特征。与此同时,1.3万亿元超长期特别国债发行和使用节奏明显提前,其中8000亿元用于“两重”建设,2500亿元支持消费品以旧换新,2000亿元支持大规模设备更新,500亿元用于财政金融协同促内需专项资金;另有3000亿元特别国债用于补充国有大型商业银行资本金。总体来看,财政政策已经表现出较强的逆周期调节力度。

然而,与过去依靠财政扩张直接创造新增需求不同,当前财政政策越来越多地承担债务置换、风险化解和资产负债表修复功能。新增政府债务中,相当一部分用于地方政府债务置换、融资平台风险化解、房地产风险处置以及补充商业银行资本金等存量风险化解领域,而真正形成新增投资和新增消费需求的资金占比相对下降。上述安排对于防范系统性金融风险、稳定财政金融体系具有重要意义,但其经济乘数效应明显弱于传统基础设施投资和产业投资,对扩大总需求和带动经济增长的直接作用相对有限。

2.货币政策总体宽松,但融资需求不足成为主要约束

与财政政策类似,货币政策同样保持宽松取向。2026年以来,中国人民银行扩大科技创新和技术改造再贷款额度、设立民营企业专项再贷款,并于5月推出降准、降息和下调结构性货币政策工具利率等一揽子金融支持措施,释放

长期流动性约1万亿元,货币环境总体保持宽松。

然而,与融资供给持续改善形成鲜明对比的是融资需求持续走弱。中国人民银行和国家统计局开展的银行家问卷调查显示,贷款需求指数已由2023年初的78.4下降至2025年底的55.5,其中房地产贷款需求指数仅为39.6,制造业和基础设施贷款需求指数也明显回落。这意味着当前货币市场的主要矛盾已经不再是银行不愿给予贷款,而是企业和居民缺乏扩大融资和投资的意愿。在房地产市场持续调整、价格水平低位运行以及终端需求增长不足的背景下,企业对于未来盈利前景的预期趋于谨慎。即使融资成本持续下降,企业仍缺乏足够动力扩大资本开支。

因此,当前货币政策面临的主要挑战是从宽货币向宽信用的传导不畅。央行向银行体系注入流动性的渠道总体畅通,但银行体系向企业部门传导信用的过程中仍存在明显堵点。部分新增社会融资更多流向地方债务置换、企业债务重组以及房地产企业风险化解等领域,用于借新还旧和修复资产负债表,而非形成新的实体投资需求。这导致社会融资规模增长与实体投资增长之间出现一定程度的脱节。未来宏观调控的重点,需要从增加资金供给进一步转向改善市场预期、扩大居民消费和提升投资回报率,通过增强内生需求动力提高政策传导效率,推动经济重新回到良性循环轨道。

二、持续上升的化债压力是内循环不畅主因

(一)对当前经济下行的已有解释

围绕当前中国经济增速放缓及内需持续偏弱的问题,国内外学术界和市场研究机构已进行广泛讨论,并形成较为丰富的观点。一些研究主要从需求不足、供给调整、长期增长潜力下降和房地产冲击四个视角展开解释。

需求侧的解释认为,总需求不足是当前经济

增长放缓的直接原因。有研究指出,在房地产调整、居民收入预期趋弱以及国际贸易环境变化等因素共同作用下,消费和投资需求持续偏弱,有效需求不足成为当前经济运行的主要约束^[2-4]。国际机构普遍认为,房地产市场持续调整、劳动力市场恢复缓慢以及社会保障体系仍存在不足,共同制约了居民消费和企业投资的恢复^[5]。进一步地,刘俏和颜色^[6]提出,需求不足导致企业之间竞争加剧,价格和利润持续承压,形成“需求不足—利润下降—投资减弱”的负向循环。余永定^[7]则强调,在私人部门需求不足的情况下,扩大公共投资仍是稳定经济增长的重要手段,中央政府应发挥更大的逆周期调节作用。近年来,资产负债表视角进一步丰富了需求侧解释。Richard^[8]提出,资产价格大幅调整后,企业和居民部门往往由利润最大化转向负债最小化,从而主动减少投资和消费,即资产负债表衰退。但经过计算可以发现,近年来企业、家庭和政府都没有去杠杆,杠杆的规模反而在温和上升。因此,我们认为还需更深入探讨总需求不足背后的原因。

与需求侧的解释相比,供给侧解释更加强调经济结构调整带来的增长放缓。部分研究认为,总需求不足只是表面现象,其源头在于一系列政策调整与转型导致的“供给冲击”^[9]。不过中央近年来已更加重视宏观政策的一致性,由政策不一致所引致的供给冲击已在很大程度上得到缓解。

长期增长理论则认为,经济增速放缓具有一定规律性。大量增长理论研究指出,随着人口老龄化加快、劳动年龄人口减少、资本边际收益递减以及全要素生产率增速放缓,中国潜在经济增速进入下降通道具有一定客观必然性^[10]。然而,老龄化并不必然意味着人力资源总量的下降,随着教育水平提升、健康寿命延长,人力资本积累能够在一定程度上抵消老龄化带来的影响^[11]。

也有观点认为,房地产行业的调整是影响中

国经济最重要的结构性因素。Rogoff 和 Yang^[12]认为,中国房地产长期扩张后的调整不仅直接抑制房地产投资,而且由于住房在居民财富配置中占比较高,房价下跌还会通过财富效应显著削弱居民的消费需求和信心。高盛和德勤中国进一步指出^[13-14],在经济由劳动密集型产业向高技术产业转型过程中,新兴产业短期内尚难完全吸收房地产及其上下游收缩带来的就业和收入压力,因而房地产下行仍会持续抑制居民消费能力。

本文认为,房地产调整固然是经济增速放缓的重要原因,但不足以解释经济下行,也无法充分说明地方政府支出大幅收缩的全部成因。房地产调整主要通过居民消费、房地产开发投资和地方财政三条渠道影响宏观经济。在居民消费渠道上,2021—2025 年 70 个大中城市二手住宅价格累计下跌约 20.3%。若假设房地产财富的消费弹性为 0.1^[15],则房价下跌对居民消费的累计拖累约为 2.03%。考虑到 2025 年社会消费品零售总额约占 GDP 的 35.75%,由房价下跌导致的消费减少约相当于 GDP 的 0.73%。在房地产开发渠道上,房地产开发投资占 GDP 的比重由 2021 年的 12.91%下降至 2025 年的 5.91%,在全社会固定资产投资总盘子中的重要性已经大大降低,房地产投资在这样的小基数上下滑,对宏观经济的拖累作用较小。在地方财政渠道上,地方政府土地使用权出让金收支净额,可按地方政府的国有土地使用权出让收入、国有土地收益基金支出和农业土地开发资金支出之和,扣除国有土地收益基金收入、农业土地开发资金收入及国有土地使用权出让安排的支出计算。由于 2025 年决算数据尚未公布,本文依据土地出让收入和相关支出预算进行估算。土地财政净收入占 GDP 的比重由 2021 年的 0.71%下降至 2025 年的 -0.4%,累计下降约 1.11 个百分点;但同期扣除利息后的广义财政支出占 GDP 的比重由 41%下降至 35.5%,降幅达到 5.5 个百分点。二者的显著差异表明,土地出让收入下降虽

然削弱了地方财政能力,但仅凭房地产相关财政收入减少,仍不足以解释地方政府支出的整体收缩。

总体来看,这些研究对当前中国经济运行中的消费恢复偏弱、投资增长放缓、房地产调整、企业盈利承压以及潜在增速下降等现象进行了较为充分的解释。然而,关于宏观政策传导机制为何明显弱化,现有研究仍缺乏系统讨论。近年来,财政政策和货币政策总体保持积极取向,但消费和投资需求并未形成以往那样的自我修复机制,传统信用扩张对经济循环的带动作用也明显减弱。这表明,当前经济运行中的关键问题可能不仅在于居民消费不足、企业投资偏弱或房地产调整,更在于政府部门参与经济活动的能力出现明显下降。作为信用扩张和经济循环的重要参与者,政府部门的资产负债表约束正在改变财政支出、信用创造以及资金循环的运行机制。因此,有必要进一步考察地方政府资产负债表变化及其对企业现金流、财政支出能力和宏观经济循环的影响,以揭示当前经济增长放缓更深层次的制度机制。

(二)三部门资产负债表“僵化”:杠杆分化与需求不足并存

当前中国经济运行中的一个突出特征是,家庭、企业和政府三部门并未出现单一部门资产负债表崩塌,而是同时呈现不同形态的“僵化”状态。住户部门并未发生净资产大幅恶化,而是通过增加金融资产、压缩贷款扩张、降低消费倾向来对冲房地产价格下行的影响;非金融企业部门并未出现微观杠杆率失控,但在净资产改善、流动性储备增加的同时,投资意愿明显不足;广义政府部门虽然拥有庞大的资产规模和一定净资产基础,但因可变现资产占比过低、债务刚性兑付压力上升,新增杠杆越来越难以转化为有效经济活动。三者共同构成当前宏观经济循环的关键堵点:私人部门并非缺乏资产和流动性,而是消费和投资意愿不足;政府部门并非缺乏资产和

信用,而是受偿债压力约束,难以将财政资源充分用于发展。

这种资产负债表“僵化”不同于传统意义上的债务危机。住户和企业部门的核心问题更多是预期转弱后的主动收缩,广义政府部门的核心问题则是资产端长期化、非流动化与负债端短期化、刚性化之间的错配。因此,当前政策分析不能仅停留在杠杆率高低的静态比较上,而要进一步观察杠杆是否能够转化为消费、投资、公共服务和地方发展能力。若新增融资主要用于偿还旧债、维持周转,而非进入实体经济和居民部门,就会形成“杠杆上升但经济活动强度下降”的悖论。

1.住户部门:温和去杠杆,净资产稳中有升——房价冲击被储蓄行为对冲

住户部门资产负债表的首要特征是住房资产缩水与金融资产扩张并存。住户部门资产结构变化如图2所示,住房市值自2021年高点271万亿元回落至2025年的215万亿元,降幅达20.7%,这一变化说明房地产价格调整已经实质性影响居民家庭资产结构,过去以住房为核心的财富积累模式受到明显冲击。而与住房资产下降同时发生的是金融资产的大幅上升,住户部

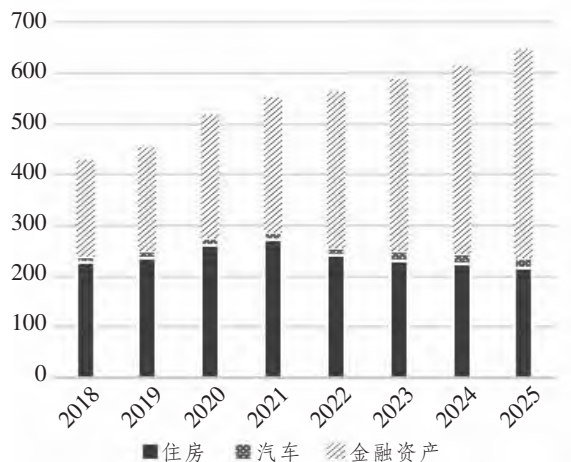


图2 住户部门资产结构变化(万亿元)

数据来源:住户资产负债表基于中国人民银行资金流量表累积计算。

门金融资产从 2021 年的 266 万亿元增至 2025 年的 414 万亿元,增幅达 55.6%,从规模上看完全抵消了住房缩水冲击。由此可见,住户部门并未出现总量意义上的资产负债表塌陷,而是通过更高储蓄和更多金融资产配置,对房地产下行冲击进行了自我修复。

这一修复方式同时带来了资产结构的深刻变化。住房占总资产比重从 2018 年的 53%降至 2025 年的 33%,意味着居民财富对房地产的集中依赖明显下降;存款占比稳定在 41%,保险与基金占比则从 15%升至 25%。在房价下行、收入预期偏弱的背景下,居民更倾向于将资产配置至存款、保险、基金等金融资产中,以提高未来风险应对能力。换言之,住户部门的资产负债表没有被动崩坏,但其行为模式已经从扩张型转向防御型。

这种防御型行为在消费和信贷数据上表现得更加清晰。消费倾向从 2018 年的 70.3%降至 2025 年的 67.5%,说明居民将收入转化为消费支出的比例下降,更多收入被转化为储蓄或金融资产。与此同时,住户贷款年增量从 2018 年的 7.36 万亿元微弱上涨至 2021 年的 7.92 万亿元,进而骤降至 2025 年的 0.44 万亿元,降幅

高达 94.0%。如图 3 所示,贷款增量断崖式收缩,与消费倾向下降共同构成“预防性储蓄”的完整证据链:居民并非缺乏净资产,而是在面对房价下行和不确定性上升时主动减少借贷、延后支出、增加储蓄。住户部门杠杆率从 2023 年的高点 63.5%回落至 2025 年的 58.5%,表明这一轮去杠杆具有较强的主动性,并非债务违约压力下的被迫收缩。净金融投资持续为正且规模巨大,2024 年达到 22.9 万亿元,也进一步说明居民部门资金并未消失,而是沉淀在金融体系之中。

因此,住户部门的关键矛盾不在于资产负债表“失血”,而在于资产负债表“冻结”。居民通过存钱行为对冲了房价下跌带来的账面冲击,但这种对冲本身以消费需求下降和贷款扩张收缩为代价。从微观上看,这是家庭应对不确定性的理性选择,但宏观上会削弱消费对经济增长的支撑作用,压低企业收入预期,并进一步影响地方政府税基和市场活力。居民净资产稳中有升,本应为内需扩张提供基础,但在预期偏弱条件下,资产增加没有转化为消费增加,反而体现为更高的储蓄倾向,这正是当前扩大内需难度较大的深层次原因之一。

2. 非金融企业部门:微观杠杆率总体稳定,窄口径净资产持续改善——资产负债表呈现“冻结”而非“恶化”特征

与住户部门类似,非金融企业部门也并未出现普遍性的资产负债表恶化。如图 4(下页)所示,规模以上工业企业资产负债率从 2018 年的 55.6%微升至 2025 年的 57.8%,8 年仅变动 2.2 个百分点,整体变化幅度较小,说明从微观企业层面看企业并未出现大规模主动加杠杆,也不存在普遍意义上的债务失控。若仅依据宏观杠杆率上升来判断企业部门过度借贷,则容易忽视名义 GDP 增速放缓所产生的“分母效应”:当名义 GDP 增速持续低于债务增速时,宏观杠杆率会被动抬升,而这并不必然意味着普通工商企

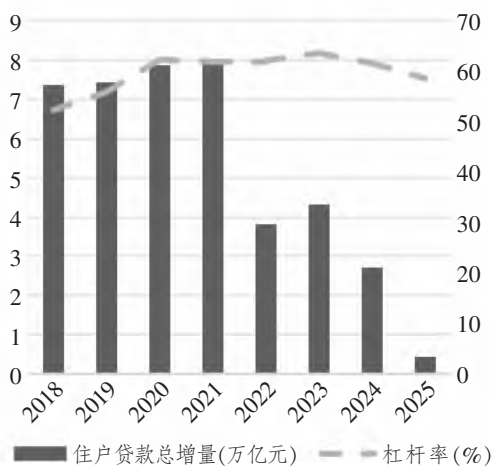


图3 住户杠杆率和年贷款增量变化

数据来源:住房市值基于住房和城乡建设部人均住房面积与全国二手房均价估算,贷款数据来自央行信贷收支表。

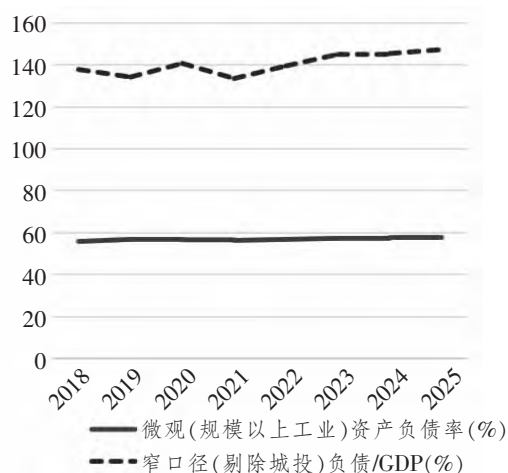


图4 企业微观负债率与宏观杠杆率变化(%)

数据来源：企业金融资产与负债基于 PBoC 资金流量表累积；规模以上工业资产负债率来自国家统计局月度数据。

业正在主动扩张负债。企业净资产结构进一步印证了这一判断。剔除城投平台后，普通工商企业的窄口径净资产从 2018 年的 157 万亿元升至 2025 年的 238 万亿元，增幅为 51.6%；与此同时，城投债务对企业净资产的拖累约为 40 万亿元。如图 5 所示，宽口径与窄口径净资产的差异表明，企业部门内部存在明显的结构分化，普通工商企业本身的资产负债状况并没有系统性恶化，在窄口径下甚至持续改善；但由于城投平台具有准政府属性，其债务被计入企业口径后，会放大企业部门杠杆。因此，分析非金融企业资产负债表时，需要区分普通工商企业与承担地方融资功能的城投平台，避免把地方财政问题误读为企业部门普遍过度借贷。

然而，资产负债表没有恶化并不意味着企业部门具有充分的扩张动力。A 股非金融上市公司货币资金从 2018 年的 8.7 万亿元增至 2025 年的 14.3 万亿元，增幅达 64.4%，说明企业流动性储备较为充裕；但与此同时，固定资产投资增速处于历史低位，企业呈现典型的“有钱不投”状态。企业手中有资金，却不愿扩大资本开支，这是资产负债表“冻结”而非“恶化”的核心含义。企业不是因为完全缺乏投资资金，而是在需求恢

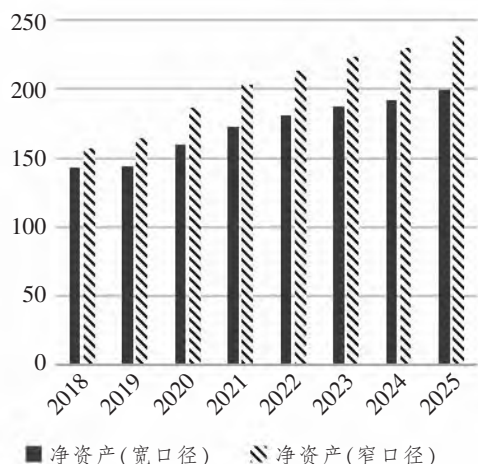


图5 企业宽口径和窄口径净资产(万亿元)

数据来源：窄口径已剔除 Wind 发债城投债务。

复不足、投资回报预期偏弱和未来不确定性较高的背景下，倾向于持有现金并延后投资。这种企业行为与住户部门的预防性储蓄具有内在一致性。居民消费倾向下降，会削弱企业对未来销售的判断；企业投资意愿低迷，又会影响就业、收入和产业链订单；就业和收入预期承压，会进一步强化居民储蓄倾向。由此，形成私人部门内部的收缩循环。货币政策即便释放流动性，也可能因企业缺乏投资意愿而难以转化为固定资产投资和产能升级。企业资产负债表的核心问题不是资产不足，而是资产没有被有效激活。这一判断为后续政策指向提供了重要依据：若要打破企业部门的“冻结”状态，需要的不只是降低融资成本，还要通过需求修复、政府支付能力恢复和预期改善，提高企业对中长期回报的信心。

3. 广义政府部门：债务加速扩张，资产规模庞大但流动性不足——核心矛盾在于资产负债期限错配

与住户和企业部门相比，广义政府部门的资产负债表压力更集中地体现为债务扩张和流动性不足并存。据 ACCEPT 宏观预测课题组测算，政府部门杠杆率从 2018 年的 88.6% 升至 2025 年的 160%，增长了 71.4 个百分点。法定债务余

额则从 33 万亿元增至 96 万亿元,增幅达到 190.9%。这表明,近年来广义政府部门承担了更大的杠杆扩张压力,也成为三部门中杠杆率上升最为明显的部门。

政府部门的问题不能简单概括为“资不抵债”。从资产端看,2025 年政府总资产约为 346 万亿元,资金规模十分庞大,但其中可变现资产,即 T+0 财政存款和 T+1 上市国企可减持股权仅约 12.5 万亿元,其余约 333 万亿元为不可变现资产。这说明政府资产端具有显著的流动性分层:账面上拥有大量基础设施、国有资本和公共资产,但能够在短期内用于偿债和周转的现金类资产有限。因此,广义政府部门的核心矛盾并非资产规模不足,而是资产变现能力与债务兑付节奏之间存在错配。

可变现资产对债务的覆盖率如图 6 所示,进一步揭示了这一矛盾的严重性。可变现资产总额占全口径债务总额的比重从 2018 年的 11.33% 降至 2025 年的约 5.58%,降幅接近一半。这意味着,随着债务余额上升、可动用现金相对不足,地方政府会越来越多地将新增融资和财政资源用于债务滚续、利息支付和刚性支出维持,而不是用于新增公共服务、产业培育和发展型支出。资产负债表因此从“发展工具”转化为“偿债约束”。

这一流动性错配具有明显的历史成因。过去较长时期内,地方政府通过举债支持基础设施建设、产业园区建设和城市开发,形成大量长期资产。这些资产在工业化和城镇化快速推进阶段曾有效降低交易成本、改善投资环境,并推动地方经济增长。从基建周期看,随着大规模增量建设逐步转向存量运营,过去以短期债务支持长期公共资产的融资模式也由支撑经济扩张的动力逐渐转化为偿债约束^[16]。叠加传统基建投资回报率下降、“土地财政”循环弱化和债务刚性兑付压力上升,资产端长期性与负债端短期性之间的矛盾开始集中显现。许多资产仍然具有公共价值和长期经济价值,却无法在短期内变成

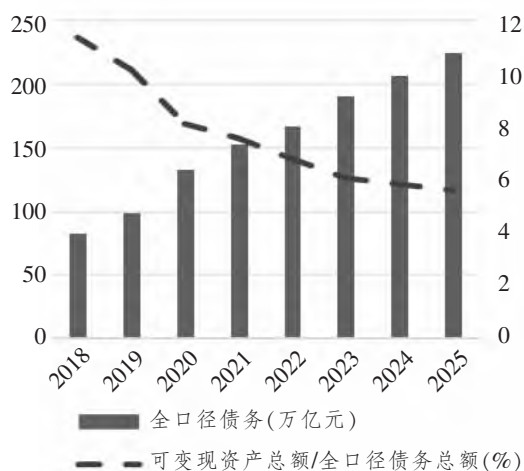


图6 政府债务与可变现资产债务覆盖率

数据来源:法定债务来自财政部、全国人大;地方政府隐性债务由ACCEPT测算;可变现资产总额基于国资报告及上市国企市值估算。

现金;而债务必须按期偿还,财政资金被迫优先服务于化债。

因此,广义政府部门资产负债表僵化的宏观后果比单纯债务数字更值得关注。地方政府原本是推动投资、改善公共服务和稳定预期的重要主体,但在化债压力持续上升的情况下,发展型支出会受到挤压,对企业的支付能力、对居民的公共服务供给能力、对地方项目的统筹推进能力都会下降。政府部门的化债压力不仅是财政问题,还会通过企业账款、居民收入预期、地方投资活动等渠道传导至整个经济循环。由此来看,重塑地方政府积极性,首先要释放政府资产负债表中的流动性约束,使其从被动偿债者重新转变为主动发展者。

(三)从化债到谋发展,重启增长循环

综合三部门的资产负债表情况,可看出当前宏观经济循环不畅的症结。住户部门净资产达到 565 万亿元并呈上升态势,杠杆率温和下降,其核心矛盾是资产从住房向金融资产迁移,消费倾向下降,主动收缩负债而非被动承压。企业部门在窄口径下净资产达到 238 万亿元并持

续改善,微观杠杆率基本持平,其核心矛盾是流动性充裕但投资意愿低迷,宏观杠杆率的上升主要源于名义 GDP 增速偏弱所带来的“分母效应”,而非企业主动大规模加杠杆。广义政府部门净资产约为 213 万亿元,整体相对平稳,但债务快速上升,其核心矛盾是资产规模庞大却流动性不足,偿债对新增债务的依赖程度加深。

三部门宏观杠杆率变化如图 7 所示,住户部门和非金融企业部门的杠杆率总体较为平稳,真正显著上升的是政府部门杠杆率。一般而言,在私人部门收缩、消费和投资意愿不足时,政府部门适度加杠杆本可以发挥逆周期调节作用,弥补私人需求不足,稳定经济运行。但是,当前更突出的问题在于政府部门杠杆率的上升并未充分转化为有效经济活动。

政府发展经济的能力很大程度上取决于财政支出的能力,其中,只有排除债务还本付息后的财政支出才能直接作用于经济建设。而债务的还本付息往往会挤占这部分实际财政支出,从而制约地方政府推动经济发展的能力。

在广义财政层面,按照财政支出四本账的属性,可以将其划分为经常性财政账户和资本性财政账户。其中,经常性财政账户指一般公共预算

账户和社会保险基金账户,而资本性财政账户指政府性基金账户和国有资本经营账户,以及地方政府专项债和地方政府融资平台。经常性财政账户的支出是一般公共预算账户和社会保险基金账户的总支出。而不同于经常性财政账户,资本性财政账户的支出是政府性基金账户和国有资本经营账户的净支出,以及通过地方政府专项债和地方政府融资平台获得的净融资额,其更多反映广义政府通过融资(如当年地方政府融资平台新增净融资额),或者出让资产在扣除成本后的收益(如当年土地使用权出让金在扣除出让成本后的净收入)来支持的财政支出^[17]。实际财政支出是经常性财政账户和资本性财政账户在扣除债务还本付息后的财政支出。

按照上述定义,分别对经常性财政账户和资本性财政账户的实际支出进行计算。其中,国债、地方政府一般债和地方政府专项债的债务付息率使用财政部预算司公布数,而地方政府融资平台的债务付息率使用融资平台存量有息负债按债务规模进行加权平均后的付息率。需要强调的是,由于存在不少未发行城投债的地方政府融资平台,这类融资平台暂时无法纳入我们的统计,因而这一假设很可能低估了地方政府融资平

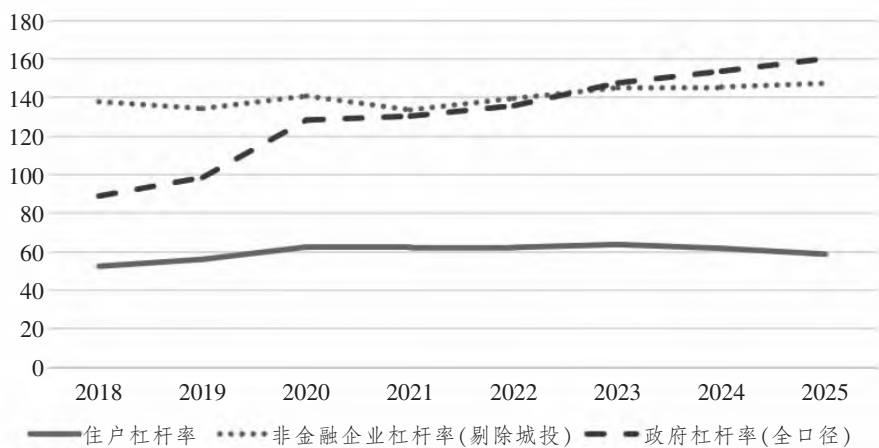


图 7 三部门宏观杠杆率(%)

数据来源:三部门数据均由 ACCEPT 测算,综合中国人民银行资金流量表、NIFD 宏观杠杆率、财政部决算数据、Wind 数据库及国家统计局数据。

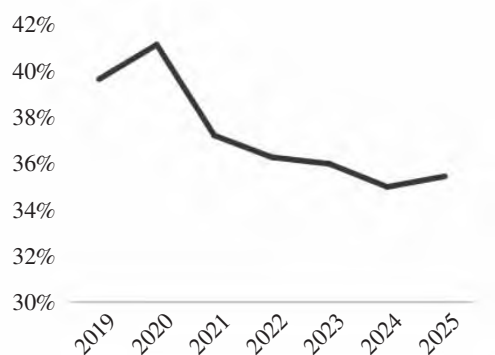


图8 扣除债务还本付息后的实际财政支出占当年GDP现值的比重(%)

数据来源:财政部, Wind, IMF, ACCEPT 计算。

台债务规模和付息水平。

计算结果如图8和图9所示,我们发现,扣除债务还本付息后的实际财政支出占GDP比重在2020年后出现明显下降,从2020年的41%降低至2024年约35%的低点,2025年仅轻微回升至35.5%。其中,相较于2020年,2025年扣除付息后的经常性财政账户支出(图9右轴)下降约2.7个百分点,资本性财政账户支出(图9左轴)下降约3个百分点。

当前,持续推进的地方政府债务风险化解已明显减轻地方政府的债务压力。如图10显示,存量地方政府融资平台的有息负债利率已经由2019年的约5.88%下降至2025年的4.27%,

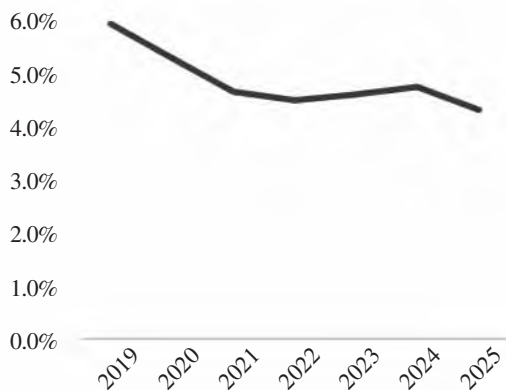


图10 地方政府融资平台有息负债利率(%)

数据来源:Wind, ACCEPT 计算。

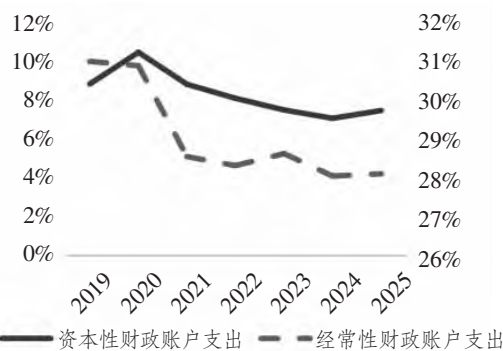


图9 经常性财政账户和资本性财政账户实际支出占当年GDP现值的比重(%)

数据来源:财政部, Wind, IMF, ACCEPT 计算。

但是由于广义债务规模的扩张,广义地方政府债务付息占GDP比重并未出现明显下降(见图11),2025年仍然保持在近年来约3%的高位,资本性账户总体的付息压力并没有随化债出现显著性降低,这使得扣除债务还本付息后的实际财政支出仍然保持低位,通过实际财政支出的扩张来拉动经济增长仍有较大空间。

如图12(下页)所示,政府有效经济活动强度大体呈下降趋势,从2018年的83%下降至2024年的52%,这一变化意味着,政府新增融资和债务扩张中,一部分被用于偿债、周转和维持既有义务,而非形成新的投资、采购、公共服务或居民福利支出。因此,当前的实际财政支出并未

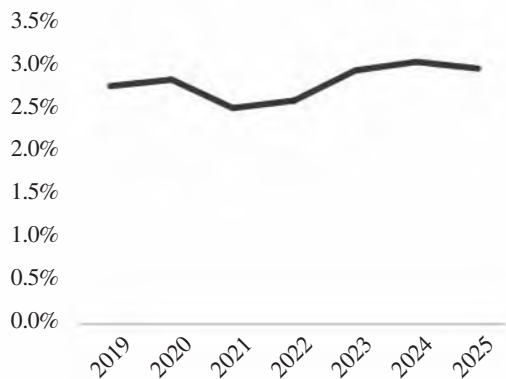


图11 广义地方政府债务付息占GDP比重(%)

数据来源:财政部, Wind, IMF, ACCEPT 计算。

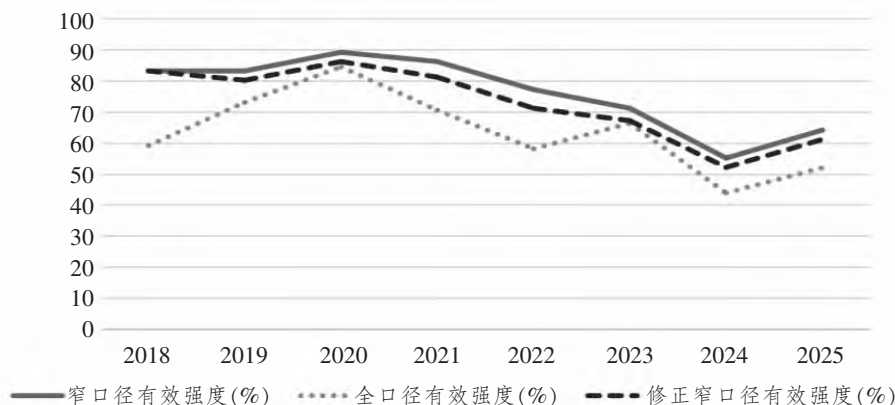


图 12 政府有效经济活动强度

随着地方政府债务的化解而同步扩张,其占GDP的比重近年来一直徘徊在低位。特别是当前地方政府既被广义债务的还本付息所掣肘,又因新增净融资受限,直接导致实际支出占GDP比重出现萎缩,这表明更加积极的财政政策仍有较大的发力空间。

由以上分析可知,当前经济并非简单缺少资金,而是资金在部门之间、资产与负债之间、存量与流量之间发生错配。住户部门资金沉淀为金融资产,企业部门资金沉淀为货币资金,政府部门资产沉淀为难以变现的长期公共资产。三类沉淀相互叠加,使经济循环中真正能够转化为消费、投资和公共服务的流量不足。特别是地方政府作为连接居民、企业和公共投资的关键枢纽,一旦被偿债压力锁定,就难以发挥组织资源、稳定预期和推动发展的作用。政府部门杠杆率上升而有效经济活动强度下降,正是化债压倒谋发展的集中表现。地方政府积极性的重塑,不能仅理解为主观层面的“想不想干”,更应理解为资产负债表约束下的“能不能干”。当地方政府新增财力被大量用于债务滚续,当可变现资产对债务覆盖率持续下降,当有效经济活动强度明显回落,地方政府即便有发展意愿,也会受制于现金流和偿债纪律,难以形成持续性的公共支出和发展项目安排。要形成新增长循环,就必须把地方政府从单纯化债的被动状态中解放出来,使新增财政

资源和政府信用重新服务于有效需求、公共服务和产业发展。

三部门资产负债表的僵化蕴含着重新启动增长循环的基础条件——住户部门净资产仍在,企业部门流动性仍在,政府部门总资产和信用基础仍在,问题的关键不在于资源总量不足,而在于资源没有被有效调动。若能通过制度安排缓解政府流动性错配,降低地方政府债务滚续对新增资源的占用,同时改善居民消费预期和企业投资回报预期,就有可能把沉淀在金融体系中的住户储蓄、企业现金和政府存量资产重新转化为现实经济活动。这样,地方政府才能从化债的防守逻辑转向谋发展的进取逻辑,进而带动居民敢消费、企业愿投资、政府能作为的新增长循环。

三、从化债到谋发展:地方政府能力的提升与新增长循环

(一) 地方政府活动收缩与宏观循环受阻

在改革开放以来的快速工业化和城镇化过程中,地方政府之所以能够成为宏观循环中的扩张性节点,是因为它不仅承担公共管理和公共服务职能,还通过基础设施建设、土地开发和项目招引,把财政金融资源和土地资产投入具体发展项目之中,并带动企业投资跟进。地方政府的积极性并不只是扩大支出,更体现在其能协调要素、

稳定预期,并通过融资平台等组织载体,将财政金融资源转化为企业订单、就业收入和地方税源。但在当前阶段,这一扩张性节点正在收缩。

目前随着债务偿还压力上升、土地出让收入下滑、财政收支紧平衡加剧,部分地方政府的行为重心逐步从谋发展转向偿债和债务滚续。相当一部分财政金融资源被用于还本付息和存量风险处置,难以形成新增实物工作量和实体需求;一些项目支出、相关采购和配套投资被压缩或延后,对企业订单和居民就业的带动作用减弱;在一些地方,财政压力还表现为拖欠企业账款、扩大非税收入和税费征管趋紧,进而影响企业现金流和营商环境。由此来看,地方政府并不是简单地“少花钱”,而是在偿债压力、财政紧平衡和债务滚续约束下,发展职能受到挤压,难以继续像过去那样将财政金融资源投入有效经济活动。

这种变化会放大经济运行中的螺旋式下降风险。居民消费偏弱削弱企业销售和盈利预期;企业投资因此收缩,压低就业、收入和税基;税基收缩和土地收入下降加大地方政府偿债压力,迫使地方压缩支出、推迟项目或增加对存量资金的吸收;由此带来的财政净支出能力下降又会进一步削弱居民收入、企业订单和地方发展预期。由此,消费、投资、财政和债务之间可能形成相互强化的下行链条,短期内表现为经济偏冷和有效需求不足,如果长时间持续,将可能影响创新和人力资本积累,削弱民间投资信心和公共服务能力,逐步侵蚀长期潜在增速。为避免这一螺旋式下降的固化,需要更大力度的改革和更加积极的政策调整。

打破这一螺旋式下降链条,首先需要进一步追问:为什么过去在组织地方经济活动、将融资资源转化为发展动能中发挥重要作用的地方政府,会在当前阶段转向偿债性收缩?回答这一问题,需要回到过去支撑增长的融资机制本身。随着增长环境和土地财政条件发生变化,过去推

动建设和扩张的债务融资机制,正在逐步转化为压缩财政空间和实体需求的力量。地方政府从谋发展转向偿债和债务滚续,正是这一机制变化在宏观循环中的集中表现。

(二)从负债拉动建设到化债引致收缩

地方政府行为重心的转变,不仅源于当期财政收支紧张,更因为过去支撑增长的融资机制正在反过来产生收缩效应。改革开放以来,特别是在快速工业化和城镇化进程中,地方政府之所以能够成为经济活动的重要推动力量,很大程度上依赖于以未来增长、土地增值和地方信用为支撑的建设融资机制。在这一机制下,地方政府以未来城市扩张、产业集聚和财政收入的预期收益为信用基础,借助融资平台及各类政府性融资工具,将金融资源投入基础设施建设、土地开发和项目配套等具体发展项目之中,从而把未来增长提前转化为当期建设能力。

在增长上行阶段,这一机制具有较强的资源动员能力。工业化和城镇化的推进需要大量前期投入,基础设施、产业园区和公共服务配套往往投资规模大、建设周期长,短期财政收入难以完全覆盖。地方政府以未来增长和土地收益为信用基础进行融资,在一定程度上缓解了资本约束,使基础设施和城市空间能够先行布局,进而带动房地产开发、制造业投资和地方税源增长。也正是在这一意义上,建设融资并不只是债务扩张,而是地方政府组织资源、稳定预期并推动产业承接的重要制度工具;在快速工业化和城镇化阶段,它曾为城市空间拓展和产业承载能力提升提供支撑,也为中国经济较长时期的快速增长创造了条件。

上述机制长期运转的核心支点在于房地产和“土地财政”。地方政府的信用扩张并非凭空发生,而是很大程度上来自房地产上行阶段的土地收入和土地增值预期。城镇化加速、住房投资属性增强和棚改货币化等因素使住房需求在较短时期内集中释放,进而推高房价、地价和土地出

让收入;土地出让收入增加后,地方政府既获得了当期现金流,也更容易通过融资平台获得外部资金;这些资金继续投入片区开发和城市配套,反过来强化周边土地价值和房地产市场预期。正是在这一循环中,建设融资得以不断滚动,债务压力在相当长时期内被未来土地收益所吸收;但这一机制也把一部分本应逐步释放的住房需求、土地收益和地方信用提前压缩至当期,使房地产周期转向后的偿债压力更容易集中暴露。

随着发展阶段和外部条件变化,特别是房地产周期转向,上述循环开始反向运转。房地产销售和房企投资放缓,叠加土地市场降温,使地方政府过去依赖较多的土地出让收入和相关税费收入同步走弱;土地增值预期下降,又进一步削弱了融资平台和建设项目的信用基础。更为关键的是,过去能够被提前转化为融资信用的未来土地收益和土地增值预期,已经难以继续支撑当期债务滚续。与此同时,名义增速偏低会压低各类主体收入和财政税基,使债务存量相对于当期收入的压力进一步放大。于是,同一笔债务在不同阶段的宏观含义发生转变:在增长上行期,它对应的是建设能力和经济扩张;在增长放缓、土地收入下行和融资滚续困难的阶段,它则转化为偿债压力和经济收缩。过去地方政府有能力用未来增长支持当前建设,现在则转为用当期收入和新增融资维持存量债务滚续。

由此,可以更好地理解当前经济运行中的“气滞血瘀”^[18]。金融体系并不缺少流动性,但资金进入地方融资和债务体系后,越来越多地用于维系存量债务链条,而不是形成实体需求。钱并未消失,但是功能发生转变:融资仍在发生,却难以形成收入循环;债务仍在滚续,却难以形成增长动能。地方债问题不能仅仅被理解为财政风险处置问题,它还关系到国民经济循环能否重新顺畅运转。

这一由建设融资转向偿债压力、并进一步影响经济循环的过程真正提示的是,当工业化、城

镇化和房地产扩张进入新的阶段后,建设型机制若继续沿原有惯性运行,就可能从支撑增长转为消耗财政空间。真正需要警惕的并不是继续投资本身,而是传统“土地财政”和地方隐性债务支撑的建设融资方式难以为继。中国仍有较大的结构性投资空间,但长期公共资产不宜继续主要依靠短期、高成本、隐性的地方债务来支撑,而应匹配更加长期、显性和低成本的公共金融安排。

因此,化债不应被理解为单纯的风险压降,而应成为地方政府职能和激励转型的起点。中国仍然拥有较大的增长潜力、完整的产业体系和中央资产负债表空间,关键在于通过债务结构重组释放被偿债压力锁住的地方政府行动空间。如果存量债务长期占用地方财政和金融资源,地方政府就难以恢复正常的发展组织能力。在“土地财政”和旧式建设融资难以继续支撑增长的条件下,化债并不是为了让地方政府重新回到以项目扩张带动增长的传统路径,而是为地方政府围绕新的发展方向重建组织能力创造条件。由此,问题进一步转向化债之后的政策安排:地方政府如何在新的激励结构下,把释放出来的财政资源和行政能力投向新的增长循环。

(三)化债与激励重构:一揽子政策落地的前提

当前经济运行偏冷,已呈现资金循环不畅与地方政府行动能力下降相互叠加的特征。面对这一局面,推出一揽子政策具有必要性,政策方向也较为明确。无论是推动房地产市场企稳和相关投资修复,还是加大对居民部门和长期公共资产的支持力度,本质上都指向同一目标:将财政资源和公共政策重新转化为真实经济活动、居民收入预期和新的增长循环。然而,问题在于,这些政策并不会自动落地,需要地方政府组织项目和配置资源、协调各方主体并稳定预期,而当前不少地方政府恰恰因偿债压力、财政紧平衡和债务滚续约束,难以充分履行这一职能。因

此,一揽子政策要真正发挥作用,首要任务是通过化债为地方政府松绑,恢复其正常履职和组织经济活动的能力。

进一步看,化债仅是必要条件,而非充分条件。债务压力缓解后,地方政府重新获得的财政余力和行政空间究竟投向何处,仍取决于其发展目标和制度激励。若原有激励结构未变,释放出来的财政空间和金融资源可能再次流向传统项目扩张和建设融资;若政策重点仍局限于防风险和控债务,而缺乏推动高质量发展的正向激励,地方政府也可能继续保持收缩和避险态势。这两种情形虽表现不同,但均指向同一问题:化债可以缓解地方政府的行动约束,却无法自动决定其行动方向。因此,化债必须与激励重构同步推进。

从政府与市场经济学的视角看,政府并非外生于市场的“守夜人”,而是现代市场经济运行中的内生主体^[19]。李稻葵和马斯金指出,政府行为是现代市场经济高质量发展的关键因素,政府的行为模式并非外生给定,而是由其底层激励机制内生决定^[20]。为明确激励重构的方向,首先需要回到过去地方政府积极性形成的制度基础。过去地方政府重投资、重生产、重项目,并非仅源于地方干部的行为偏好,而是有着稳定的制度基础。长期以来,增值税和企业所得税合计占全国税收收入的比重稳定在六成以上,在分税制框架下,生产环节税收和企业税源构成地方财力的重要支撑。增值税按产地原则分配,进一步强化了地方政府围绕制造业项目和税源企业展开竞争的动力,GDP和投资导向的考核机制则将这种财政激励转化为地方政府的发展行为取向。“土地财政”和融资平台为这种积极性提供了扩张工具,使招商引资、土地开发和基础设施建设形成相互支撑的增长机制。这套机制在快速工业化和城镇化阶段发挥了重要作用,但在房地产周期转向、“土地财政”走弱和债务约束上升的背景下,应相应调整激励结构,避免地方政府在新的资源

条件下重新回到传统发展路径上。

进入高质量发展阶段,重塑地方政府积极性应更加直接地指向以人民为中心的发展激励。这里所说的以人民为中心,并非将地方发展目标从经济增长转向单纯福利分配,而是要求地方政府将居民生活改善作为重新组织经济活动的重要支点。与过去主要依托土地、项目和短期税源促进发展不同,新的地方政府积极性应更多围绕居民预期稳定和长期发展能力展开。居住条件和公共服务的改善,有助于稳定家庭预期,使居民敢于并能够扩大合理消费;消费场景、公共空间和基础设施条件的优化,有助于将潜在需求更顺畅地转化为现实经济活动,并为新产业、新服务提供承载空间。这样,人民生活改善就不只是分配意义上的政策目标,还能成为修复需求、带动投资和形成新的增长循环的内在支撑。

由此来看,化债解决的是地方政府能否重新行动的问题,激励重构解决的则是重新行动后朝哪里走的问题。债务压力若不能有效化解,地方政府就难以摆脱偿债性收缩;而即便债务压力有所缓解,如果缺少以人民为中心的发展激励,地方政府也可能继续依循以土地开发、债务滚续和项目建设为主要支点的旧有行为模式。后续政策因此不能只是笼统要求地方政府“更加积极”,也不能把化债理解为单纯的风险处置,而应在释放地方政府行动空间的同时,引导其围绕以人民为中心的发展激励,重新组织公共资源和地方发展。

因此,问题首先回到化债本身:地方债务压力如何真正降下来,地方政府行动空间如何重新打开。从当前债务规模和结构看,这不是地方政府在既有财政约束下能够独自完成的任务,而需要围绕央地之间的债务责任划分和财政金融制度安排作出系统调整。

(四)以中央信用推动化债:债务结构重组与财政纪律强化

当前地方债务压力的核心,并不在于过去

的所有举债都未能形成资产,而在于相当一部分债务承担了长期公共投资和基础设施建设功能,却主要依托地方平台、隐性担保和期限较短的融资来支撑。基础设施建设对中国工业化、城镇化和产业体系的完善具有长期意义,许多项目形成了跨周期的公共资产和发展条件;但当这些长期资产主要由地方层面期限较短、成本较高且责任不够清晰的债务承载时,长期公共资产与短期高成本债务之间的矛盾就会不断累积,地方政府也会在偿债压力中逐步失去继续组织公共投资的能力。由此,化债的关键不在于简单压降地方债务余额,而在于引入更高层级公共信用,将一部分具有公共属性和长期收益特征的债务,转化为期限更长、成本更低、责任更清晰的显性债务安排。

这一转变也意味着财政政策理念需要由传统公共财政转向现代公共金融。清华大学ACCEPT宏观预测课题组的研究指出,传统公共财政理念往往基于“谁举债、谁负责”的短期流量平衡视角,倾向于将国债单纯视为需要偿还的负担。现代公共金融在关注短期流量平衡之外,更加强调从国家整体资产负债表的存量视角审视财政问题^[18]。具体而言,可以先通过增量资金支持打开局面,再逐步推进存量债务置换。在增量层面,中央可以增发国债或专项国债,以项目为载体,根据项目成熟度、地方财力状况和绩效要求,对具备实施条件且能够形成新增实物工作量的地方项目给予支持,使资金更多进入真实经济活动,而非继续在存量债务链条内部滚续。在此基础上,可以由国家信用为符合条件的地方债务提供显性担保或信用支持,降低滚续成本,缓解短期偿付压力。更为根本的安排,则是中央发行长期国债,对符合公共属性和长期资产特征的地方存量债务进行较大规模、系统性置换,将地方层面短期、高成本、隐性化的债务压力,转化为中央层面长期、低利率、显性化的主权债务安排。这并非简单的债务腾挪,也并非无条件由中央

买单,而是对公共投资责任、融资层级和国家信用使用方式作出重新配置。只有真正调整存量债务结构,地方政府才能从持续滚续和付息压力中释放出来,重新将财政资源和行政能力用于发展。

从可行性看,中国中央政府仍具有较大的资产负债表空间。2025年末,中国国债余额占名义GDP的比重约为29.4%,中央显性债务率仍明显低于主要发达经济体。与地方政府相比,中央政府融资成本更低、期限安排更稳定,预算管理和信息披露也更规范。更重要的是,中国公共部门掌握着规模巨大的国有资产和战略性公共资源,中央层面具有较强的资产组织能力和跨周期统筹能力。如果债务置换能够推动经济循环逐步恢复正常,使地方政府重新获得组织经济活动的的能力,未来经济增长和税收增量也有望为债务偿还提供更稳固的基础。与此同时,扩大中央政府显性债务安排,还有助于完善国债市场的期限结构和基准定价功能,为金融体系提供更安全、更具流动性的基准资产,推动金融资源从隐性担保体系转向更加透明稳定的国家信用体系,从而为金融强国建设夯实安全资产基础和现代国债市场支撑。从这个意义上看,化债不仅是传统公共财政框架下的风险处置,还是一项涉及国家资产负债表、国债市场和公共投融资方式重构的现代公共金融安排。

国债置换必须与强化财政纪律和金融纪律同步推进。国债的制度优势,不仅体现在融资成本较低、期限安排更稳定,还体现在预算管理更加规范,信息披露、偿债责任和市场定价更加清晰。因此,国债置换不应被视为放松债务约束,而应被视为以规范的显性债务替代不透明的隐性债务,以更可管理的国家信用体系替代分散化的地方隐性担保。财政纪律需要解决公共责任与融资层级不匹配、长期资产与短期债务不匹配的问题;金融纪律则需要进一步明确项目能否融资、责任由谁承担以及风险如何定价,防止相关

融资安排继续依赖地方隐性担保和平台债务滚动。置换完成后,必须明确地方政府举债边界,避免地方在偿债压力缓解后再次依赖平台融资和变相举债。中央适度加杠杆,旨在帮助地方去杠杆、促转型,而非为地方重新加杠杆提供通道。

在这一纪律约束下,长周期公共投资需要转向新的组织载体。对于跨区域、长周期、外溢性强但回收周期较长的公共投资,继续依赖地方平台和地方短期债务并不合适。可以考虑探索由中央信用支持的全国性基础设施公司或其他类似机构,承接一部分具有全国性和基础性特征的长期公共投资任务,以长期资金、专业化治理和更清晰的预算约束,替代过去由地方融资平台承担的部分公共投资功能。这一安排的关键,不是重新启动旧式投资扩张,而是将仍有必要开展的公共投资从地方隐性债务体系中剥离出来。

国债置换地方债的意义,不仅在于降低地方政府当期偿债压力,更在于将长期公共投资的融资方式从地方隐性信用转向国家显性信用。只有在中央信用承接、财政纪律约束和公共投资组织方式重构同步推进的基础上,化债才不会局限于债务腾挪,地方政府也才可能真正从偿债性收缩中释放出来。债务松绑之后,如何将重新释放的财政空间和行政能力转化为新的增长循环,就成为下一步政策安排必须解决的问题。

(五)以债务松绑打开政策空间:一揽子政策与新增长循环

债务松绑释放的并非抽象的财政空间,而是地方政府重新组织经济活动的现实能力。地方政府从偿债压力中释放出来后,关键在于如何将财政资源和行政能力重新用于需求修复、预期稳定和长期增长能力建设。由此看,一揽子政策不应被简单理解为若干刺激措施的叠加,而应成为推动地方政府重新进入发展循环的重要载体。房地产市场企稳,是债务松绑后最直接的政策落点之一。房地产不仅影响投资和地方财政,更深度嵌入居民资产负债表和宏观预期。地方政府

债务压力缓解后,才更有条件推进存量住房收储、保障性住房供给和阶段性房贷贴息等政策,将部分闲置住房转化为保障性、民生性资产,同时缓解房企、居民和地方财政之间相互牵连的压力。这些政策并非旨在重新刺激房地产高周转扩张,而是通过库存消化、住房保障和预期修复,使房地产逐步从拖累经济循环的压力源,转变为稳定居民生活和地方经济运行的基础条件。

居民部门修复,仍需更稳定的公共投入作为支撑。进入高质量发展阶段,教育、医疗、养老等民生支出不仅是社会政策,更是深层次的“投资于人”。这些支出会影响家庭对未来收入、生活成本和风险承受能力的判断。特别是在农业转移人口市民化和人口持续流入地区,基本公共服务能否跟上,直接关系到居民能否真正融入城市,进而形成稳定消费,并推动人力资本持续积累。债务松绑后,地方政府若能将更多财政资源投向这些领域,居民的后顾之忧减少,消费意愿和消费能力才可能更稳固地恢复。

消费修复同样离不开地方治理方式的调整。当前一些潜在消费需求未能转化为现实经济活动,不仅源于居民消费意愿不足,还与消费场景不足、公共空间约束和基层治理偏紧有关。地方政府重新获得行动能力后,需将治理方式从过去偏重项目审批和土地开发,转向更重视生活服务、城市空间和市场环境的制度供给。消费松绑的重点,不在于简单要求居民增加支出,而在于降低消费形成过程中的制度摩擦,让居民愿意消费、方便消费、放心消费,也让服务业和中小经营主体获得更稳定的发展空间。

公共投资仍是债务松绑后释放政策空间的重要方向,但其重点需随之调整。中国并非缺少结构性投资空间,关键在于这些投资要更多服务于居民生活质量改善、城市运行效率提升和未来产业承载能力建设。具体到投资方向,传统基础设施更新、城市更新和新型基础设施建设,可成为债务松绑后公共投资发力的重要领域。其政

策含义不应停留在扩大投资规模上,而应进一步指向公共投资从增量扩张转向存量优化和功能提升。在新型基础设施领域,中美之间的差异主要体现在算力基础设施上,因此,债务松绑后的公共投资应更加注重强化算力基础设施、数字公共平台和算电协同等关键领域建设,使其更好支撑产业升级、公共服务改善和统一大市场建设。

由此看,一揽子政策的关键不在于重新激活旧式投资冲动,而在于改变地方政府推动经济发展的方式。过去的发展型政府主要依托招商引资、土地开发和项目建设促进经济增长;高质量发展阶段的发展型政府,则需在现代公共金融的支持下,将地方政府能力更多用于居民生活和公共服务改善、消费环境优化,以及长期发展能力建设。债务结构重组之所以重要,不仅在于其能够缓释短期风险、降低当期偿债压力,更在于它为这种职能转向提供了财政空间和制度条件。也正是在这一意义上,化债不再只是债务风险处置,更是发展型政府范式重构的制度支撑。地方政府由此才能从偿债性收缩重新转向发展性行动,并在新的激励结构下推动经济循环逐步回到更加顺畅的轨道。**Reform**

参考文献

- [1] 厉克奥博,李稻葵,吴舒钰.人口数量下降会导致经济增长放缓吗?——中国人力资源总量和经济长期增长潜力研究[J].人口研究,2022(6):23-40.
- [2] 张斌.需求不足的危害、原因与治疗[R].中国金融四十人论坛,2025-11-07.
- [3] Daniel G M, Sonali J C, Siddharth K, 等.中国经济如何转向消费拉动型增长[R].国际货币基金组织,2026-02-18.
- [4] 世界银行.中国经济简报:深入推进改革,提振经济前景[R].世界银行,2025-12.
- [5] 陆挺.China economic outlook[R]. Nomura Connects, 2025-12.
- [6] 刘俏,颜色.积极扩大内需,筑牢增长根基——2026年中国经济展望与政策建议[R].北京大学光华管理学院,2026-01-02.
- [7] 余永定.当前宏观经济与政策的几个认识问题[R].长安讲坛总第431期,2025-10-29.
- [8] Richard C K. Balance sheet recession is the reason for "secular stagnation" [M]// Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, 2014: 131-142.
- [9] 张军.从当前宏观形势看我们经济的未来[R].浙江财经大学“崇实讲坛”第三讲,2024-11-29.
- [10] 蔡昉.稳增长的着力点是提高潜在增长率[N].光明日报,2015-05-13(15).
- [11] 李稻葵,厉克奥博,吴舒钰.从人力资源总量视角分析人口负增长对中国经济发展的影响[J].人口研究,2023(2):21-30.
- [12] Rogoff K S, Yang Y. A tale of two countries: the real estate crises in 1990s Japan and contemporary China[R]. National Bureau of Economic Research, 2026.
- [13] Goldman Sachs Research. China's economy is expected to grow 4.8% in 2026 amid surging exports[R]. Goldman Sachs, 2026-01-08.
- [14] 许思涛.2026年经济和行业展望[R].德勤中国研究月度经济概览第101期,2025-12-26.
- [15] 黄静,屠梅曾.房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据[J].管理世界,2009(7):35-45.
- [16] 清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)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.
- [17] Bruckner M, Tuladhar A. Public investment as a fiscal stimulus: evidence from Japan's regional spending during the 1990s[Z]. IMF

Working Paper No. 10/110. Washington, DC:
International Monetary Fund, 2010.

- [18]清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)宏观预测课题组.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[J].改革,2025(6):56-75.

- [19]清华大学中国经济思想与实践研究院(ACCEPT)

宏观预测课题组.发展型政府的范式重构:高质量发展的政府与市场经济学分析——当前中国经济运行态势与“十五五”发展取向[J].改革,2026(1):45-67.

- [20]李稻葵,埃里克·马斯金.什么是政府与市场经济?[J].政府与市场经济研究,2025(1):1-46.

Strengthening Local Governments' Growth-Promoting Capacity and Promoting the Economy to Return to Its Potential Growth Rate: Analysis of the Economic Situation in the First Half of 2026 and Outlook for the Second Half

Academic Center for Chinese Economic Practice and Thinking, Tsinghua University

Abstract: China's economy continued to expand in the first half of 2026, but insufficient domestic demand and persistent downward pressure remained pronounced. Economic activity was characterized by external demand outperforming domestic demand, production remaining stronger than consumption, and supply expanding faster than demand recovered. This report examines the mechanisms underlying the impaired functioning of domestic economic circulation through the balance sheets of three sectors: households, nonfinancial corporations, and the general government. The results show that household net worth remained broadly stable, while the propensity to consume declined and the preference for saving strengthened. Nonfinancial corporations maintained relatively ample liquidity, yet their willingness to invest remained weak. The general government held a large stock of assets, but the limited liquidity of these assets, together with rising debt-servicing pressures, prevented new financing from being effectively translated into public expenditure and demand in the real economy. Further estimates indicate that actual fiscal expenditure, net of principal and interest payments, declined markedly as a share of GDP, thereby constraining local governments' capacity to promote economic development. Accordingly, a comprehensive policy package should be introduced to stabilize the real estate market, restructure local government debt, expand effective demand, and improve public services. Greater use should be made of central government credit to ease local governments' debt-servicing burdens and restore their capacity to invest in people and support economic growth. At the same time, budget constraints should be strengthened to enable local governments to shift their policy focus from passive debt resolution to proactive development pursuit.

Key words: macroeconomics; domestic economic circulation; local government finance; invest in people

(责任编辑:罗重谱)