

## 准确认识超常规逆周期调节 把握全方位扩内需政策

联合资信 研究中心

中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，分析研究 2025 年经济工作。会议强调，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。会议指出了 2025 年的 9 项工作重点，将“全方位扩大国内需求”放在首要位置，突出直面内需不足的核心矛盾。年末政治局会议是对明年经济工作定总调子，此次会议紧跟经济增速在三季度出现回落时突显的新情况、新问题，总结“两重”、“两新”的工作经验，前瞻性应对外部冲击，将宏观调控总基调在 2024 年基础上做出重大调整，进一步拿出真金白银提振信心，而消费是明年工作的首要抓手。下面，重点研判 2025 年的财政、货币和扩内需的政策走向。

第一，从“积极”到“更加积极”预示中央财政赤字进一步提高，或超过 4%，超长期特别国债进一步加码。化解地方政府隐性债务的 10 万亿政策工具已经推出，此次会议强调的政策增量更多是针对中央财政空间。2023 年在发行“两重”超长期特别国债的背景下，中央财政赤字实际提高到 3.8%。2024 年，中央发债额度、地方政府专项债、超长期特别国债三项资金总量达到了 8.96 万亿。在近几年积极财政的基础上，更加积极财政或将在 2024 年基础上再增加 2 至 3 万亿资金，从而将中央财政赤字增加到 4% 以上。近几年，中央财政收支平衡的压力较大，保障财政支出力度不减是“超常规”逆周期调节的基本要求，新增的财政资金将集中用于“两新”、补充银行资本金等具有扩张性的政策方向，将是十分宝贵的财政空间。

第二，从“稳健”到“适度宽松”预示货币政策将出现 10 年内的重大调整，降准降息等常规货币政策将继续推出，更多的再贷款工具和资产购买或将逐步落地。很显然，降准降息不足以体现“适度宽松”的货币政策。2024 年，降准 100BP，降息 30BP，对宏观经济起到了一定刺激效果。但债券市场利率债的利率期限结构已经走在了 7 天逆回购政策利率前面，这说明降准降息难以全面完成向经济体注入流动性和刺激信贷需求的政策目标。要全面完成上述政策目标，适度宽松货币政策需要更多再贷款和资产购买工具。2024 年，保障性住房再贷款、资本市场两项工具在稳楼市股市方面发挥了重要作用。楼市股市稳定能够有效抑制去杠杆行为，2025 年这三项工具需要继续加大力度。在应对 2008 年全球金融危机期间，适度宽松的货币政策主要体现在地方政府设立融资平台，通过向银行贷款来扩张信用，实现经济体流动性的快速注入。2025 年，在抑制去杠杆的基础上，刺激经济主体加杠杆，需要央行采取资产买卖工具，例如参与回购房地产公司土地储备和购

买保障性住房。世界主要经济体在面对流动性危机时都曾采取资产购买工具，由于我国资产证券化水平较低，直接购买房地产公司难以出售的优质资产有异曲同工之妙。

第三，“全方位”扩大国内需求预示着“两新”将保持政策力度，在 3000 亿超长期特别国债资金基础上继续增加额度，补贴范围或将扩展到服务消费领域，例如住宿、餐饮与交通。2024 年 7 月安排超长期国债 3000 亿元用于支持“两新”工作。商品零售增速得到有力提振，特别是办公用品、汽车、家电销售市场可以说达到火爆。与此同时，餐饮消费增速有所回落，国内假期人均消费额增速还有较大提升空间。2025 年休假安排已经做出调整，长假期更加突出人性关怀。这为刺激服务消费提供了重要窗口。服务消费还是劳动就业密集型行业，2025 年青年毕业生体量大，服务消费的快速发展对做好保就业工作意义重大。消费的最终决定因素是收入，要保持全方位扩内需政策效力的可持续性，就要做好配套措施，进一步推进城乡一体化发展，做好城镇居民落户工作，完善社会保障制度。